全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全面了解期货的前世今生

# 期货全知道

韩天放 李建栋 编著

自上世纪七十年代，金融进入大发展阶段，金融衍生品开始进入投资者的视野，金融衍生品市场步入发展的快车道，呈现一片繁荣景象。这之后直到如今，金融创新仍保持活跃态势，金融衍生品市场在交易量方面已大大地超过了传统的股票债券市场。金融衍生品包括远期合同、商品期货、金融期货、调期互换四类。本书主要覆盖商品期货、金融期货这两类金融衍生品。



企业管理出版社
EMPH ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 期货全知道

韩天放 李建栋 编著

企业管理出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**图书在版编目（CIP）数据**

期货全知道/韩天放，李建栋编著. —北京：企业管理出版社，2011. 12

ISBN 978-7-80255-974-5

Ⅰ.①期… Ⅱ.①韩… ②李… Ⅲ.①期货-基本知识 Ⅳ.①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 268079 号

---

**书　　名：** 期货全知道
**作　　者：** 韩天放　李建栋
**责任编辑：** 胡　颖
**书　　号：** ISBN 978-7-80255-974-5
**出版发行：** 企业管理出版社
**地　　址：** 北京市海淀区紫竹院南路 17 号　　**邮编：** 100048
**网　　址：** http：//www. emph. cn
**电　　话：** 发行部（010）68467871　编辑部（010）68701292
**电子信箱：** bjtf@ vip. sohu. com
**印　　刷：** 香河闻泰印刷包装有限公司
**经　　销：** 新华书店
**规　　格：** 170 毫米×240 毫米　16 开本　14.5 印张　240 千字
**版　　次：** 2012 年 1 月第 1 版　2012 年 1 月第 1 次印刷
**定　　价：** 33.00 元

---

**版权所有　翻印必究·印装有误　负责调换**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 前言 PREFACE

自20世纪70年代，金融进入大发展阶段，金融衍生品开始进入投资者的视野，金融衍生品市场步入发展的快车道，呈现一片繁荣景象。这之后直到如今，金融创新仍保持活跃态势，金融衍生品市场交易量已大大地超过了传统的股票债券市场。金融衍生品包括远期合同、商品期货、金融期货、调期互换四类。本书主要覆盖商品期货、金融期货这两类金融衍生品。

我国的现代期货交易所发端于1992年。几经周折,目前有三家商品期货交易所和一家金融期货交易所。一方面，随着我国经济的发展，贸易的需求，规避风险的需求，期货交易所的设立是内在的必然；另一方面，期货交易所的设立也是外部环境所迫。加入WTO前后，金融业的开放一直是我国政府和主要谈判伙伴关心的重要题目。设立与发展期货交易是大势所趋。

2006年9月8日，中国金融期货交易所在上海成立，“沪深300指数”期货合约是唯一的交易产品，并于2010年4月开始正式交易，以“沪深300指数”为基础资产的首个中国内地股票价格指数期货掀开了中国资本市场新的一页。但此前，新加坡交易所（SGX）已于2006年9月5号抢先推出以“新华富时50指数”为基础变量的全球首个中国A股指数期货。为保证市场份额和定价权，中国不得不挂牌成立金融期货交易所。

在多年商品期货交易的基础上，中国的投资者需要更多地了解期货的方方面面。本书就是关于期货的一个非专业读本。在读完之后，您可以做到：听懂电视财经报道中的期货部分；理解金融安全的概念；能够运用期货的概念于日常生活中，比如指导孩子。和专业读本相比，本书没有复杂的期货定价理论，也没有论证社会因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



素关系时所需要的严谨。

本书有用在什么地方呢？一就是上文所说的，这是一个普及性读本，读完之后就对期货有一个较全面的了解：宏观上知道期货交易的重要性及其影响因素；微观上知道期货交易的步骤程序。二可以帮助实际操作。理论从来不可以代替实践，真正的实战技艺都是从刀光血影中磨砺出来的，并且是在付出沉重学费后得到的。但观察别人的实践、分析别人的错误，也可以了解市场的规律并降低自己的学费。本书认真总结了期货交易中的案例，但完全没有涉及期货交易中的实战技巧。作者认为，交易技巧是投资者本人实践的总结和积累，没有任何过去的方法可以必定带来未来的成功。投资者唯一必须记住的是：控制风险永远是第一位的。

期货市场的功能是套期保值、价格发现、和投资（投机）。对于个体投资者，本书不建议进行期货投资。期货投资与股票投资迥然不同，书中有详细分析。这也是本书与市面上介绍期货交易的书籍相异的地方。期货投资允许投资人一夜之间成就了自己的财富梦想，但过去的历史中也充斥着腰缠万贯的人瞬间损失所有投资的案例。期货是个高风险高收益的行业，并非人人适合。虽然如此，勤奋和优秀的人可以通过自身努力，来了解期货投资，并受益于期货投资。

在本书编写过程中，作者参照和借鉴了大量关于股票和期货的书籍，在此表示诚挚的谢意。由于作者水平有限，书中难免有疏漏和不当之处，敬请指正。

作者 2011 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 目录 CONTENTS

**第一章 认识期货……1**
第一节 期货及其特点……2
一、何为期货……2
二、期货交易的特点……2
第二节 从期货市场案例看期货功能……3
一、套期保值……3
二、价格发现……6
三、跨市套利和跨品种套利……9
四、杠杆效应……16
五、对冲基金的秘密……17
六、金融期货的威力……21
七、天气期货……24
第三节 期货市场的产生和发展……26
一、期货市场的产生……26
二、期货市场发展三阶段……27
第四节 新中国期货市场20年发展历程……30

**第二章 期货市场和期货交易……33**
第一节 期货市场的组织结构……34
一、期货交易所……34
二、期货结算机构……42
三、期货经纪公司……44
四、期货市场交易者……46
五、期货市场监管者……49
第二节 期货交易规则与流程……51
一、期货合约……51

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、期货交易制度 …… 59
三、期货交易流程 …… 64
附件 期货交易风险说明书 …… 67

**第三章 商品期货主要品种 …… 75**
一、玉米 …… 76
二、大豆 …… 78
三、豆粕 …… 79
四、豆油 …… 81
五、棕榈油 …… 82
六、线型低密度聚乙烯（LLDPE） …… 84
七、聚氯乙烯（PVC） …… 85
八、阴极铜 …… 87
九、铝 …… 89
十、天然橡胶 …… 90
十一、燃料油 …… 92
十二、锌 …… 93
十三、黄金 …… 95
十四、螺纹钢 / 线材 …… 96
十五、早籼稻 …… 98
十六、菜籽油 …… 99
十七、小麦 …… 101
十八、棉花 …… 103
十九、白糖 …… 104
二十、精对苯二甲酸（PTA） …… 106
二十一、绿豆 …… 107

**第四章 金融期货 …… 109**
第一节 金融期货概论 …… 110
第二节 外汇期货 …… 112
一、外汇基础知识 …… 112
二、影响汇率波动的因素 …… 115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三、外汇期货概述 …… 116
四、外汇期货合约 …… 119
第三节 国债期货 …… 121
一、国债概述 …… 121
二、国债期货介绍 …… 123
三、国债期货交易 …… 124
第四节 股指期货 …… 130
一、股指期货介绍 …… 130
二、股指期货的发展历程 …… 134
三、股指期货中的套期保值、套利与投机 …… 140
四、股指期货合约的内容 …… 145
第五节 沪深300——中国股指期货 …… 147
一、沪深300指数 …… 147
二、沪深300指数期货交易时间与交易方式 …… 148
三、沪深300指数期货推出对股市的影响 …… 149

**第五章 期货改变世界 …… 151**
第一节 中国国债“327事件” …… 152
一、“327”国债期货品种及其炒作题材 …… 152
二、事发前的多空搏杀 …… 153
三、东窗事发 …… 154
四、“327”事件的处理结果 …… 155
五、原因分析 …… 156
六、反思和启示 …… 157
第二节 陈久霖和中国航油（新加坡）神话的破灭 …… 160
一、一夜成名的赌徒 …… 160
二、陈久霖发迹 …… 161
三、堕入深渊 …… 162
四、陈久霖败因 …… 163
第三节 美国1987股灾 …… 165
一、美国87股灾与股指期货 …… 165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

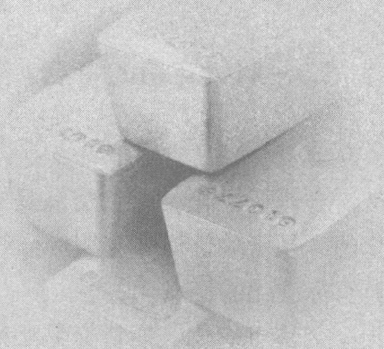


二、劫难后的反思:《布雷迪报告》和《戴维森报告》 168
三、学者对 87 股灾的观点 …………………………… 171
四、格林斯潘对股指期货的总结与评价 ……………… 173
五、反思——断路器的引进及风险控制的强化……… 173
第四节 1992 年欧洲货币危机 ……………………… 175
一、欧洲货币体系的建立及其矛盾 ………………… 175
二、危机的导火索 …………………………………… 176
三、英镑退出欧洲货币体系 ………………………… 177
四、索罗斯袭击英镑 ………………………………… 177
五、欧洲货币危机的教训…………………………… 180
第五节 1995 巴林银行倒闭事件 …………………… 181
一、巴林银行兴起…………………………………… 181
二、离奇的错误 ……………………………………… 181
三、只手遮天 ………………………………………… 182
四、疯狂的代价 ……………………………………… 184
第六节 美国长期资本管理公司兴衰录……………… 185
一、成功的开始……………………………………… 186
二、濒临破产的罪魁………………………………… 188
三、长期资本管理公司兴衰的启示 ………………… 193
第七节 香港金融保卫战……………………………… 193
一、事件回顾………………………………………… 194
二、幕后秘闻………………………………………… 197
三、各方评价………………………………………… 198
四、香港金融保卫战的意义………………………… 202
五、香港金融保卫战的启示………………………… 203
第八节 2008 年法国兴业银行案件 ………………… 206
一、事件回放………………………………………… 208
二、事件探源和启示………………………………… 212
第九节 索罗斯传奇…………………………………… 213
一、索罗斯其人……………………………………… 214
二、索罗斯十大投资理念…………………………… 215
三、索罗斯最值得学习的投资经验………………… 223

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第一章
# 认识期货



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第一节　期货及其特点

## 一、何为期货

期货，一般指期货合约，就是指由期货交易所统一制定的、以公开竞价的方式成交后、承诺在将来某一特定的时间和地点、以事先约定的价格交割一定数量标的物的标准化合约。这个标的物，又叫基础资产，是期货合约所对应的现货，这种现货可以是某种商品，如铜或小麦；也可以是某个金融工具，如外汇、债券；还可以是某个金融指标，如三个月同业拆借利率或股票指数。广义的期货概念还包括了交易所交易的期权合约。大多数期货交易所同时上市期货与期权品种。

期货市场，是指为期货交易者提供标准化合约交易的平台和领域。广义上的期货市场包括期货交易所、结算所或结算公司、期货经纪公司和投资者；狭义上的期货市场仅指期货交易所。期货交易所是买卖期货合约的场所，是期货市场的核心。在期货市场中，期货买卖是由转移价格波动风险的生产者、经营者和为获利而承担价格风险的风险投资者参加，在期货交易所内依法公平竞争进行交易，并且以保证金制度为保障。期货交易的目的不是为了获得实物商品，而是回避风险或投资获利，一般不实现商品所有权的转移。

期货交易，是指交易双方在期货交易所买卖期货合约的交易行为。期货交易是在现货交易基础上发展起来的、通过在期货交易所内成交标准化期货合约的一种新型交易方式。交易遵从“公开、公平、公正”的原则。

## 二、期货交易的特点

期货交易具有以下特点：

合约标准化。期货交易是通过买卖期货合约进行的，而期货合约是标准化的，是指除价格外，期货合约的所有条款都是预先由期货交易所规定好的，具有标准化的特点。

交易组织化。期货交易必须在期货交易所内进行。期货交易所实行会员制，只有会员方能进场进行交易。那些处在场外的客户若想参与期货交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只能委托期货经纪公司代理交易。所以，期货市场是个高度组织化的市场，并且实行严格的管理制度，期货交易最终在期货交易所内集中完成。

以小博大。期货交易实行保证金制度，交易者在进行期货交易时只需交纳 5% ~ 10%的履约保证金就能完成数倍乃至数十倍的合约交易。由于期货交易保证金制度的杠杆效应，使之具有“以小博大”的特点，交易者可以用少量的资金进行大宗的买卖，节省大量的流动资金。

双向交易和对冲机制。期货市场中可以先买后卖，也可以先卖后买，投资方式灵活。并且在期货交易中，大多数交易者并不是通过合约到期时进行实物交割来履行合约，而是通过与建仓时的交易方向相反的交易来对冲操作。

不必担心履约问题。所有期货交易都通过期货交易所进行结算，且交易所成为任何一个买者或卖者的交易对手，为每笔交易做担保。所以交易者不必担心交易的履约问题。

每日无负债结算制度。期货交易所实行每日无负债结算制度，也就是说，在每个交易日结束之后，对交易者当天的盈亏状况进行结算，在不同交易者之间根据盈亏进行资金划转，从而将期货价格不利变动给交易者带来的风险控制在有限的幅度内，从而保证期货交易的正常运转。

市场透明。交易信息完全公开，且交易采取公开竞价方式进行，使交易者可在平等的条件下公开公平竞争。

组织严密，效率高。期货交易是一种规范化的交易，有固定的交易程序和规则，一环扣一环，环环高效运作，一笔交易通常在几秒钟内即可完成。

## 第二节 从期货市场案例看期货功能

### 一、套期保值

（一）背景材料

某大型铝型材厂的主要原料是铝锭，2007 年 3 月铝锭的现货价格为 13000 元 / 吨，该厂计划在两个月后购进 600 吨铝锭，由于担心届时价格上涨而提升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成本，导致利润下滑，于是决定买入套期保值。3 月初以 13200 元 / 吨的价格买入 600 吨 5 月份到期的铝锭期货合约。(注意：远期的价格不是现货价格。)5 月初，铝锭现货价格已上涨至 15000 元 / 吨，而此时期货价格也涨至 15200 元 / 吨。于是，该铝型厂以 15000 元 / 吨的价格在现货市场上购进了 600 吨铝锭，同时在期货市场上以 15200 元 / 吨的价格卖出平仓。其最终盈亏平衡表为：

| 市场 / 时间 | 现货市场 | 期货市场 |
|---|---|---|
| 3月初 | 现货市场价格为13000元/吨，有600吨铝锭的购买计划，但没有买 | 以13200元/吨的价格买进600吨5月份到期的铝锭期货合约 |
| 5月初 | 在现货市场上以15000元/吨的价格买入600吨铝锭 | 以15200元/吨的价格将原来买进的600吨5月份到期的合约卖出而平仓 |
| 结果 | 5月初买入现货比3月初买入多支付2000元/吨的成本 | 期货对冲盈利2000元/吨 |

由此可见，价格上涨导致该铝厂在过了 2 个月后以 15000 元 / 吨的价格购进铝锭，比 3 月份买进铝锭要多支付 2000 元 / 吨的成本。但是由于做了套期保值，在期货交易中盈利了 2000 元 / 吨的利润，用以弥补现货市场交易中多付出的价格成本，从而使得其实际购进的铝锭的价格仍然为 13000 元 / 吨，避免了价格风险。

假如 5 月初铝锭的价格不涨反跌，现货、期货都下跌了 500 元 / 吨，则最终的盈亏平衡表为：

| 市场 / 时间 | 现货市场 | 期货市场 |
|---|---|---|
| 3月初 | 现货市场价格为13000元/吨，有600吨铝锭的购买计划，但没有买 | 以13200元/吨的价格买进600吨5月份到期的铝锭期货合约 |
| 5月初 | 在现货市场上以12500元/吨的价格买入600吨铝锭 | 以12700元/吨的价格将原来买进的600吨5月份到期的合约卖出而平仓 |
| 结果 | 5月初买入现货比3月初买入少支付500元/吨的成本 | 期货对冲亏损500元/吨 |

由此可见，该铝厂在 2 个月后买入铝锭比 3 月初买入时少支付 500 元 / 吨，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但由于在期货市场上做了套期，期货市场亏损了 500 元 / 吨，因此，该铝厂铝锭的实际进价成本仍然为 13000 元 / 吨，即用现货市场上少支付的 500 元 / 吨弥补了在期货市场上亏损的 500 元 / 吨。

该厂在期货市场上所做的套期保值买入，实际上起到的作用就是将进价成本锁定在 3 月初认可的 13000 元 / 吨，避免价格波动给企业带来的不确定风险。

（二）套期保值的基本原理

套期保值是指把期货市场当作转移价格风险的场所，利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物，对将来需要买进（或卖出）商品的价格进行保险的交易活动。

套期保值的基本做法是，在现货市场和期货市场对同一种类的商品同时进行数量相等但方向相反的买卖活动，即在买进或卖出现货的同时，在期货市场上卖出或买进同等数量的期货，经过一段时间，当价格变动使现货买卖上出现盈亏时，可由期货交易上的亏盈得到抵消或弥补。从而在“现”与“期”之间、近期和远期之间建立一种“对冲”机制，以使价格风险降低到最低限度。

套期之所以能够保值，是因为同一种特定商品的期货和现货的主要差异在交货日期前后不一，而它们的价格，则受相同的经济因素和非经济因素影响和制约，同时涨或同时跌。而且，期货合约到期必须进行实货交割的规定，使现货价格与期货价格还具有趋同性，即当期货合约临近到期日时，两者价格的差异接近于零，否则就有套利的机会。因而，在到期日前，期货和现货价格具有高度的相关性。在相关的两个市场中，反向操作，必然有相互冲销的效果。

（三）买入套期保值的优点和代价

优点一：回避价格上涨所带来的风险。如在上例中，铝型材厂通过买入保值，用期货市场上的盈利弥补了现货市场上多支付的成本，回避了价格上行的风险。如果是卖出商品，就是回避了价格下跌的风险。

优点二：提高了企业资金的使用效率。由于期货交易是一种保证金交易，因此用少量的资金就可以控制大批货物，加快了资金的周转速度。保证金通常以交易金额的一定比例表示。如果保证金要求是 5%，意思即是：实物交易金额 100 元时，只需 5 元钱即可。

如在上例中，根据交易所 5% 的交易保证金，该铝厂只需动用 13200 × 600 × 5%=396000 元，即使加上 5% 的资金作为抗风险的资金（这是期货投资中为了避免被强制平仓而采取的通常做法。），其余 90% 的资金在 2 个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




内可参与周转，不仅减少了资金占用成本，还节约了仓储费、保险费和损耗费。

优点三：能够促使现货合同的早日签订。如在上例中，面对铝锭价格上涨的趋势，即使你想买，供货方一般不会愿意按照3月初的现货价格签订5月初的供货合同，而是希望能够签订活价供货合同，即成交价格按照到期的现货市场价格为准。（如果你有了铝价继续上涨的判断，供货方也有很大可能做出相同的判断。）如果买方做了买入套期保值，就可以放心地签订活价供货合同，因为即使价格真的上升了，买货方可以用期货市场的盈利弥补现货多支付的成本。

买入套期保值所付出的代价是：一旦采取了套期保值策略，即失去了价格下跌带来的好处。也就是说，在回避对自己不利的价格风险的同时，也放弃了因价格可能出现的对自己有利的机会。比如，在上例中，如果铝锭价格下跌，该厂的买入套期保值出现亏损，尽管现货市场少支付的成本可以弥补期货市场上的亏损，但与没有进行套期保值相比，进货价格相对提高了。

## 二、价格发现

### （一）案例

我的家乡盛产大蒜，个大、皮白、辣味纯正，备受人们青睐。叔叔在家乡务农，2009年春天精心种植了20亩，结果丰收之后，市场上每斤才0.3～0.4元，一点钱没赚到。根据上年的经验，2010年只种了2亩。谁成想，2010年的价格却一路飙升，达到1.5～1.8元左右。原因呢？很简单，大家都觉得种蒜不赚钱，结果就是种植面积减少。2010年全国大蒜种植面积比上年至少减少了300多万亩，干旱又导致单产减少。大蒜少，所以价格就提上去了，物以稀为贵嘛。另外，2010年出现的甲型H1N1型流感，很多专家建议多吃大蒜，防治感冒，需求又凭空多了不少。

叔叔心里好窝火。要是能提前知道价格，就好安排生产了。可是这只能是主观上的愿望，谁也不会有这个本事。如果有，那他早就是像古时的范蠡和白圭一样，成为成功的商人了。敏锐的观察力和准确的判断力是致富的源泉，但并不是每个人都有。别人有了预测也不会告诉你，告诉你了你也不敢相信。

大蒜的价格不好预测，但有些农产品就不一样了。比如大豆、小麦等。无需范蠡和白圭一样的聪明才智，你就可以说出来大概其，因为它们就是期货交易所的期货品种！期货市场上的价格就是众多参与者判断的综合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据观测价格对生产进行指导成了简单方法。

以大豆为例。大连商品交易所的大豆期货价格正在成为全球最大的非转基因大豆定价中心，并已经成为国内大豆产业中最具权威性的指导价格。大连期货价格与国内现货市场大豆价格相关系数也比较高，达到 0.9 左右，具有高度关联性。相关系数 0.9 的意思近似地讲，就是两个价格之间同步变化的可能性非常高。系数是 1 表示两者步调一致，系数是 0 表示两者各走各的，系数 -1 表示两者步调恰恰相反。大豆期货价格与现货价格的变化趋势基本保持一致，说明它充分反映了大豆现货市场价格波动的实际情况。

黑龙江农垦集团是大豆的主要供货商。在有了大豆期货之后，黑龙江农垦集团通过利用期货价格的超前性和权威性，科学安排生产种植，改变了在生产种植中的被动调整状态。每年 4 月，黑龙江农垦集团会在参考分析大连商品交易所大豆期货价格后，向下辖农场发布大豆种植面积指导意见。集团下属的 103 个农场，都配有大连商品交易所的行情终端，可以随时了解到大连商品交易所的大豆期货价格。其中有 50 多家农场更是直接参与期货交易，对未来生产的大豆进行套期保值，提前锁定利润（也就是前文所说的套期保值）。2000 年，由于玉米、小麦、水稻价格走低，大豆期货价格比较高，集团农场调减了其他品种的种植比例，而将大豆种植面积由 680 万亩调增至 1200 万亩；2002 年 3 月，由于大豆期货价格较低迷，集团农场拟调减大豆种植面积，但其后大豆期货价格对国家转基因政策反应迅速，大豆期货价格持续上涨，农场随之使大豆种植面积维持在上年水平。

近年来，我国大豆现货市场价格受国际市场和国内现货市场供求关系的影响变化非常大，但是在期货市场价格的引导下，黑龙江农垦集团大豆生产在产量与价格上始终保持比较稳定的局面。黑龙江农垦集团在参与期货市场的前后，大豆生产发生了根本性的变化，再也不用为销售价而提心吊胆了。

（二）价格发现功能内涵

黑龙江农垦集团利用期货价格安排生产就是期货的“价格发现”功能最好的体现。价格发现功能，是指在期货市场通过公开、公正、高效、竞争的期货交易运行机制形成具有真实性、预期性、连续性和权威性价格的过程。远期协议和期货价格可以反映市场参与者对未来的价格预期，期权价格可以反映对未来市场价格波动性的预期。诺贝尔经济学奖获得者默顿 · 米勒说：“期货市场的魅力在于让你真正了解价格。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




概括地讲，期货市场所发现的价格有以下几个特点。

第一、具有价格的前瞻性：期货价格形成机制的运作实际上检验了众多交易者对未来供求状况的预测，其价格较能反映价格的动态走势。由于衍生产品合约具有不同的交割月份，最长可达数年。它们的价格有机地、动态地、连续地反映着当前的、变化中及变化后的供求关系，表现出价格形成上的连续性。现有研究数据表明，大连商品交易所的大豆期货成交价格具有非常稳定的连续性。在铜产业上，西方国家的铜企业基本上都是根据铜的期货价格来决定生产产量。我国的江西铜业，其生产经营计划在很大程度上要依赖期货市场所发现的价格来制定。

第二、具有价格的真实性：真正的市场价格的形成需要一系列条件，如供求的集中，充分的流动性，市场的秩序化，公平竞争等．以使信息集中，市场透明，价格能真实反映供求，从而通过竞争形成公正的市场价格。期货市场能满足这些条件。期货市场集中了大量的来自四面八方不同目的的买者和卖者，带来了大量的供求信息，大量市场信息在场内聚集，产生，反馈，扩散，这就使在大量高质量的信息流基础上形成的衍生产品交易价格能客观地、充分地反映供求关系的变化；同时期货市场还提供了严格的规则和法律保障，如禁止垄断操纵市场，平等竞争，竞价制度等，使形成的价格能真实地反映供求双方的意向和预测。

第三、具有价格的权威性：期货价格是真正反映了世界范围各方面有关信息的价格，所以期货价格也是国内和国际金融、金属、能源、农产品市场中应用最广泛的参考价格。芝加哥期货交易所中大豆品种价格的波动，具有绝对的权威性。世界大豆主产国为美国、巴西、阿根廷、中国，而仅美国出口量就占全世界出口量的40%，所以美国的产销量直接影响到整个世界大豆供需状况，而芝加哥期货交易所则是美国谷物的集散中心，因此芝加哥大豆价格的波动就直接代表整个世界大豆的趋向。在我国，大豆期货作为很重要的一个商品期货品种也越来越显示出权威性。英国伦敦金属交易所，每日成交量看上去并不算太高，但它以其先进的交易方式，一流的设施装备、管理和服务对国际有色金属期货市场产生着重大的影响。这里的期货交易行情基本上代表了全球有色金属的供求趋势，因而成为全球市场的指导价格。

（三）价格发现功能的作用

期货市场的价格发现功能，无论对期货市场的直接参与者还是对期货价格信息的利用者（只了解价格，并不参与期货交易），都具有十分重要的意义。价格发现功能是期货市场的基本功能。没有价格发现功能，套期保值、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



回避价格风险的功能就无法实现。如果期货市场不具有价格发现功能，期货价格与现货价格之间缺乏紧密的联系，则套期保值者就不可能用一个市场上的利润来弥补另一个市场上的损失，从而达到回避价格风险的目的。

一方面，衍生品市场价格接近于供求均衡价格，优于用当前的价格信号安排下期生产和消费。另一方面，除了通过价格发现来安排生产，期货价格还可以用来参考以安排资金使用。这是因为衍生品市场的价格能反映基础市场未来预期的收益率。因此，期货市场不仅能配置近期资源，而且能配置远期资源；不仅能配置商品资源，而且能配置资金资源。由于期货的交易成本大大低于现货市场的交易成本，加上金融衍生工具对新信息的反应速度也高于现货市场，这些也都同时改善了资产的定价效率。

国家发展期货市场还因为它可以有利于宏观调控。政府可以依据期货市场的价格信号确定和调整宏观经济政策。同时，政府还可以利用期货市场对信息反映灵敏的特点，及时地为期货市场提供经济信息，从而达到调控经济运行的目的。

期货的价格还促进了行业形成统一的定价体系：由于期货市场的独特优势，期货价格在确定现货价格方面起着巨大的作用，期货价格是现货价格的基准价格。例如，1995 年原中国有色金属工业总公司和国家计委相继发文，将上海金属交易所的期货合约加权平均价作为定价基准。此后国内铜铝现货的交易一般均会参照期货市场的价格。随着上海期货交易所规模的扩大和地位的提高，其铜铝报价的权威性得到了行业内外的一致认可。目前国内铜铝生产和贸易企业每天都在紧盯期货价格，据此制定自身的营销策略。因此，期货市场的出现，促使了铜铝等金属产品统一定价体系的形成，这对市场参与各方都是有益的。另外，有色金属期货市场还为有色金属相关原材料的定价提供了基准。从 2001 年 4 月起，中国铝业公司将上海期货交易所三个月期铝合约月平均价作为氧化铝长期合同销售价的定价基准，以 15% 的比例，与期货价格挂钩，在很大程度上避免了氧化铝现货价格大起大落的风险。

## 三、跨市套利和跨品种套利

### （一）背景材料

同种期货产品跨市套利的例子：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




2007年7月1日，堪萨斯城交易所12月份小麦期货合约的价格为7.50美元/蒲式耳，同时芝加哥交易所12月份期货合约的价格为7.60美元/蒲式耳。套利者认为，由于两地规定的小麦品质有一定的差异，尽管堪萨斯城交易所的合约价格较低，但和正常情况相比仍稍高，预测两交易所12月份合约的价差将扩大。据此分析，套利者决定进行套利（买低卖高）：卖出1手堪萨斯城交易所12月小麦合约，同时买入1手芝加哥交易所12月份小麦合约，以期望未来某个有利时间同时平仓获取利润。交易情况如下表：

| 市场 / 日期 | 堪萨斯城交易所 | 芝加哥交易所 | |
|---|---|---|---|
| 7月1日 | 卖出1手堪所12月小麦合约：价格7.50美元/蒲式耳 | 买入1手芝所12月小麦合约：价格7.60美元/蒲式耳 | 价差0.1美元/蒲式耳 |
| 8月1日 | 买入1手堪所12小麦合约：价格7.40美元/蒲式耳 | 卖出1手芝所12月小麦合约：价格7.55美元/蒲式耳 | 价差0.15美元/蒲式耳 |
| 套利结果 | 获利0.1美元/蒲式耳 | 亏损0.05美元/蒲式耳 | |
| 净获利（0.10-0.05）×5000=250美元（不考虑交易手续费，每一手5000美元） | | | |

从上例中，我们可以看出，所谓套利不是在于判断一个价格高与低，而是判断两个价格之间的差异是否会有变化。也就是说并不判定价格是不是正确，而是判断两者之差是否正确。

如果在最初的买卖之后，忽有天气灾难，导致小麦减产，从而价格大涨。假定两个交易所的小麦受此天气影响，上涨的价格一样。则套利者由于同时有一买有一卖，它的利润/亏损并不会改变。套利买卖可以很好地防治突发危险。

影响套利的利润的是价格之差。如例子中一样，如果差价缩小，则产生利润；如果差价反而增加，则产生亏损。所以，套利者也不是一定获利。因为它还是要对外部世界做一判断，只不过所判断的东西从单一价格变成了价格之差。很明显，单一价格的判断是很难的，有太多的偶然因素。而价格之差相对来讲，是平稳的，易判断。

不同种期货产品套利的例子：

小麦/玉米价差变化具有季节性，通常在冬小麦收割后的6、7月份，小麦价格相对较低，而玉米价格相对较高，两者之间的价差趋于缩小；另一方

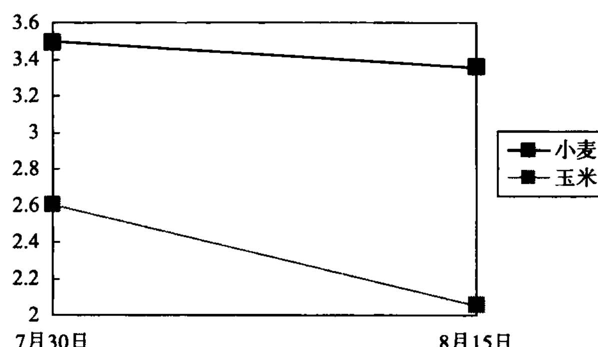
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面，在 9、10、11 月份玉米收获季节，玉米价格相对较低，小麦价格相对较高，两者之间的价差会扩大。在已知小麦 / 玉米之间的正常价差关系之后，套利者可以利用两者出现的异常价差进行套利。

7 月 30 日，芝加哥交易所的 11 月份小麦期货价格为 350 美分 / 蒲式耳，而同一交易所的 11 月份玉米期货价格为 260 美分 / 蒲式耳，前者比后者价格高出 90 美分 / 蒲式耳。套利者根据两种商品价差的分析认为，这一价差小于正常年份的水平，于是买入 1 张 11 月份的小麦期货合约，同时卖出 1 张 11 月份的玉米期货合约。8 月 15 日，两合约间的价差扩大至 130 美分 / 蒲式耳，该套利者随即平仓。交易情况见下表：

| 品种 / 日期 | 小麦 | 玉米 | |
|---|---|---|---|
| 7月30日 | 买入1手11月份的小麦期货合约，价格为350美分/蒲式耳 | 卖出1手11月份玉米期货合约，价格为260美分/蒲式耳 | 价差90美分/蒲式耳 |
| 8月15日 | 卖出1手11月份的小麦期货合约，价格为335美分/蒲式耳 | 买入1手11月份玉米期货合约，价格为205美分/蒲式耳 | 价差130美分/蒲式耳 |
| 结果 | 亏损15美分/蒲式耳 | 盈利55美分 /蒲式耳 | 价差扩大40美分 |
| | 盈利40美分/蒲式耳，总盈利为0.40×5000=2000美元（不考虑交易手续费，每一手5000美元） | | |




从上图中，我们看出，虽然小麦玉米是两个不同的品种，但其价格有一定的相关性。所以，就可像对同一件期货品种套利一样，对其价格之差进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



判断。小麦玉米价格相关保证了它们对同样的灾难如天气之类反应近似。套利中的一买一卖保证了防范突发危险。

（二）套利交易的内涵

套利：指同时买进和卖出两张不同种类的期货合约。交易者买进自认为是“便宜的”合约，同时卖出那些“高价的”合约，从两合约价格间的变动关系中获利。在进行套利时，交易者注意的是合约之间的相互价格关系，而不是绝对价格水平。

注意：套利的两边必须是相同或相关的资产，因为相同或相关资产在价格走势上具有近似性，两者之间的价差不仅是可以识别、可以理解的，而且在实际走势中，价差也会环绕着平均价差波动。如果套利的两边不是相同或相关资产，在价格走势上没有相关性，换言之，两者之间是相互独立的，那就不能称为套利交易了，即使形式上是一卖一买，也只能称为两个独立的买卖活动。

前文所及套利可以预防突发灾难对单一价格的冲击，这里是有一假定前提的：那就是两个交易品种相关性很高。相关性不是一个稳定的常数，它也是随时间变化的。所以，对价差的判断虽然相对对单一价格的判断容易，但仍然是一件困难的事情。有时候市场的不理性会让你的判断失灵。

以美国曾经很著名的长期资本管理公司（LTCM）为例。1994 年 2 月，John Meriwether（20 世纪 90 年代初所罗门兄弟的董事会副主席）创办了宏观数量化基金——长期资本管理公司，当时的核心人物包括：David W. Mullins（前美联储副局长）、Myron Scholes（1997 年诺贝尔经济奖得主）、Merton Miller（1990 年诺贝尔经济奖得主）。LTCM 被称做金融界的梦幻团队。当时长期资本管理公司的主要投资者是欧洲最大的银行瑞士联合银行（UBS）和美林证券（Merry Lynch）。LTCM 成立时的总资产为 13 亿美元。

LTCM 投资的策略就是套利。从建立之初之后的四年内，1994 年到 1997 年的投资回报率分别为：19.9%、42.8%、40.8% 和 17.1% 。由于资产管理人的品牌声望加之往年的绩效卓著，LTCM 获得各家银行机构给予最高等级的贷款优惠，对于其所提出的担保品，往往给以 100% 的融资额度。就是说 LTCM 在金融商品市场所取得的资产，可再进行 100% 融资，这表示理论上 LTCM 的放大倍率可以是无穷大，或者说其融资额度几乎是无限大。只要有一点点套利的机会，LTCM 就会获利巨丰。

1998 年，LTCM 早期观察德国国债利率偏低，其他欧元国家利率偏高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两者的收益率价差过大。比如：1998 年 8 月 17 日前，意大利 10 年期国债利率比德国同期利率高 30 基点（0.3%）。LTCM 卖空德国国债（因利率偏低，价格偏高），买入其他欧元国家国债。显然过高的收益率价差将会走向回归，LTCM 预期德国利率回升，其他欧元国家利率下降。如果预期正确，过高的收益率价差将会回归正常收益率价差，上述套利将会成功。

但是，1998 年 8 月 17 日，俄罗斯卢布采用大区间浮动汇率（1 美元兑换 6.0~9.0 卢布），直接导致卢布剧贬，叶利钦政府宣布无限期延缓债务清还，引发信用风险，使得发展中国家的债券无人问津，收益率差距也急速增大。俄罗斯卢布贬值事件发生后，欧洲大量资金逃到安全性高的德国债券市场，导致德国国债价格上升（不是预期的下跌），内部收益率下跌（不是预期的回升）。结果，意大利国债利率与德国国债利率差距扩大到 50 基点。

LTCM 由于利差的快速扩大，套利严重亏损，导致投资损失呈几何级数增加。到了 1998 年 9 月中旬，LTCM 的损失超过 40 亿美元，资产总值只剩下 6 亿美元。LTCM 要关门倒闭了。

LTCM 最后并没有申请破产。因为它的破产不是一个公司的倒闭，而将引起整个系统的危机。在资产管理的历史上几乎没有任何一支基金能像 LTCM 一样，几乎亏损了所有的资本，其欠下的债务，高达 800 亿美元，甚至比很多国家的债务还多。因此，美国联邦储备委员会的副总裁 Peter Fisher，于 1998 年 9 月 22 日，在其纽约自由街的总部内召开会议，美国各主要金融机构首脑均列席参加。结果最后大家同意出手拯救，由 16 家公司组成的银行团，同意增资 36.25 亿美元给 LTCM，而避免其倒闭。拯救 LTCM 的行动，其实也是银行机构不得已的自救方案。

LTCM 失败的原因就是市场并不会按照你的想法“应该”怎样，而是有它自己发展的轨道。对市场的认识与掌握并非从书本学习那样简单。俗话说：“常在水边走，哪能不湿鞋”。不论书本理论多么正确，运用起来总是有小概率事件（运气）的成分在里面。

套利一般可分为三类：跨期套利、跨市套利和跨商品套利。前面的例子已介绍了跨市套利和跨商品套利。

跨市套利是在不同交易所之间的套利交易行为。当同一期货商品合约在两个或更多的交易所进行交易时，由于区域间的地理差别，各商品合约间存在一定的价差关系。例如伦敦金属交易所（LME）与上海期货交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




（SHFE）都进行阴极铜的期货交易，每年两个市场间会出现几次价差超出正常范围的情况，这为交易者的跨市套利提供了机会。例如当伦敦金属交易所铜价低于上海期货交易所时，交易者可以在买入伦敦金属交易所铜合约的同时，卖出上海期货交易所的铜合约，待两个市场价格关系恢复正常时再将买卖合约对冲平仓并从中获利，反之亦然。在做跨市套利时应注意影响各市场价格差的几个因素，如运费、关税、汇率等。

跨商品套利指的是利用两种不同的、但相关联商品之间的价差进行交易。这两种商品之间具有相互替代性或受同一供求因素制约。跨商品套利的交易形式是同时买进和卖出相同交割月份但不同种类的商品期货合约。例如金属之间、农产品之间、金属与能源之间等都可以进行套利交易。

跨期套利则是套利交易中最普遍的一种，是利用同一商品但不同交割月份之间正常价格差距出现异常变化时进行对冲而获利的，又可分为牛市套利和熊市套利两种形式。例如在进行金属牛市套利时，交易所买入近期交割月份的金属合约，同时卖出远期交割月份的金属合约，希望近期合约价格上涨幅度大于远期合约价格的上涨幅度；而熊市套利则相反，即卖出近期交割月份合约，买入远期交割月份合约，并期望远期合约价格下跌幅度小于近期合约的价格下跌幅度。

（三）套利交易的作用

尽管套利交易在本质上仍是一种投机，但由于这种投机的着眼点是价差，因而是一种较高级的投资/投机。它对期货市场的正常运行起到了非常有益的作用。

套利交易有助于价格发现功能的发挥。尽管具有相同或相关资产的价格走势基本是相同的，但由于时间和空间的差别或其他原因，彼此之间还是会有一些独立影响因素，这些因素有可能催生了不正常的价差，使相同或相关资产的价格关系出现紊乱或失真。由于套利者最关注价差变化，当发现不正常的价格关系时，会积极入市套利。价差越大，套利的积极性越高，套利的人也越多。客观上起到了促使各种价格关系趋于正常的作用，也即起到了纠偏作用。这对于市场形成比较公平的价格非常有益。

套利行为有助于市场流动性的提高。套利行为的存在增加了期货市场的交易量，提高了期货交易的活跃程度，起到了市场润滑剂和减震剂的作用。这对于排除或减弱市场垄断力量、保证交易者的正常进出和套期保值操作的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



顺利实现具有很大的好处。

中国股市的发展是一个逐渐摸索的过程。在其发展过程中，许多大公司如联通、工商银行、建筑银行等选择了在香港与上海两地同时上市。在大陆的是 A 股（当然还有 B 股，现在已逐渐淡出了），A 股的正式名称是人民币普通股票。它是由我同境内的公司发行，供境内机构、组织或个人（不含台、港、澳投资者）以人民币认购和交易的普通股股票。A 股的投资者为中国大陆机构或个人。H 股，即注册地在内地、上市地在香港的外资股。香港的英文是 HongKong，取其字首，在港上市外资股就叫做 H 股。同样都是一家公司的股票，有着相同的分红权利、投票权利，分在不同的市场，这多么类似前面的小麦期货品种在不同市场交易啊。事实上，A 股与 H 股之间确实就是同一个东西在不同的市场，且有不同的价格。

于是，自然就有 A 股与 H 股之间的套利！一直以来，同一家公司的 H 股价格通常低于 A 股价格。也就是说，买同样的股票，在香港买会便宜。但是这种情况正在悄然改变。A、H 股价现在基本一致，甚至一些个股的 H 股股价高于 A 股。但不管谁高谁低，只要两个市场同样的东西有不同的价格，就可以低买高卖。

但是，A 股与 H 股的跨市场套利机制在短期内还很难形成。原因很简单，A 股和 H 股之间不能互相流通，没法实现套利。比如说，虽然联通在 A 股市场只有 5 元左右，而在 H 股市场有 10 元左右，可你花 5 元买入的联通没有办法“运”到 H 股市场，所以没法套利。

可不可以也只做价差的判断，而不是搬运股票啊？也不行，因为 A 股和 H 股的走势与影响因素相关性并不高。A 股市场是国内的人在玩，H 股市场是港澳资本及国际资本在玩。你无法判断两者的价差是要扩大还是要缩小。既然分为了 A 股和 H 股，那自然是不同的。说两者互相之间不产生影响当然不对，但说它们从此将像一个股票一样紧密联在一起，那也没有考虑到股市的基本属性。虽然“长期”来看，两者会趋同，但这个“长期”可能要五年十年的。所以，只要两个市场是隔断的，套利就不能进行。

目前要想把两个市场联起来建立 A 股、H 股套利机制，仍存在诸多制约。第一，由于这种套利机制涉及外汇交易，在人民币资本项目未完全开放的前提条件下，这种可能性还比较小；第二，A 股和 H 股市场进行套利交易也存在着一些技术性问题，如两个市场的股票交易系统不统一和目前 A 股还不允许卖空等；第三，对缺乏此类交易市场经验的 A 股市场而言，由于这种套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易涉及卖空活动，又存在着较大的市场风险，监管部门对此会比较谨慎。从上述分析看，A 股与 H 股同股不同价的现象还会存在较长的一段时间。

自 2003 年采纳境外合格机构投资者（QFII）制度以来，QFII 却有了这样的机会。因为它们可以同时在两个市场交易。其实，境内合格机构投资者（QDII）也有同样的套利机会。但 QFII 与 QDII 规模都不大，它们还不能消除 A 股 H 股之间的套利机会，给很多人留下套利的念头。其实境内居民炒港股，也不用 QDII，前几年就已出现，只不过那时还要借助一些名不正言不顺的渠道，要承担一些风险。

## 四、 杠杆效应

前面介绍了期货合约的功能。它可以保值，也可以套利，当然更可以用来投机。那么对期货的投机与对普通商品的投机或者对股票的投机有什么不同呢？最为突出的就是期货交易中的杠杆效应。

期货的交易者可能会接受实物交割，或者将实物交付他人。这样的交易者称为商业交易者，他们可能是生产商，希望确保自己的玉米（或其他商品）能有一个固定售价，如农场主。他们也可能是商品的消费商，希望为需要购买的玉米锁定一个固定进价，如麦片粥生产商。更可能是买卖期货合约的投机者，他们不希望从事实物商品的买卖，只想从事金钱的交易。他下注于价格的走向，如果他的判断正确，则他的收益将与价格变动大小成正比；如果他预测错误，将蒙受损失。对他们来说，交易中的买和卖所代表的意义是押注于价格的上涨或下跌。他们交易的数量只是表示他的资金拥有量与贪婪程度，因此是可以放大的。

为了让交易者能够更多地参与商品期货交易，你的经纪人会要求你将钱存入某个账户，经纪公司会为你的账户设定最低存款额。商品市场与股票市场不同的是：股票经纪用你账户中的钱去买股票，而存在你期货账户中的钱并不用来购买任何东西，那是当你做错行情时，经纪公司有钱支付给你的交易对手的保障。交易所和你的经纪公司针对每种商品确定交易保证金（margin），即开始进行商品交易之前，你的账户中必须有最低可用余额。

根据期货交易所规定，每位期货交易者的账户必须保有最低额度的保证金才能进行期货交易。交易的保证金额度以合约的价值为基础，一般 8% ~ 15% 不等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每个交易日结束时要进行盈亏调整，将赢利计入赢家账户，亏损则从输家账户扣除。如果当日价格变动有利于你的头寸，你的经纪公司便会将钱打入你的账户；如果当日价格变动不利于你的头寸，你的经纪公司便会将钱从你的账户中扣除。如果你的账户因有利的价格变动而增加可用于交易的保证金，你便能建立新的头寸。假若你的账户因不利的价格变动而价值缩水，你可能被要求追加保证金或结清足量的头寸，以避免出现账户中可用保证金低于最低要求的情况。为了建立头寸而需要的保证金称为初始保证金，价格变动对你不利时，为继续保有你已建立头寸所需要追加的保证金额度略低于初始保证金，称为维持保证金。

假定你有 50000 元钱，开立了期货交易账户。有种产品每一手合约是 50000 元钱，保证金按 10% 计算，你用 50000 元的账户可以交易 10 手合约。假定每手合约带来 1% 的利润收益（也就是说你判断价格方向正确），则如果你交易了 10 手合约，你便可以在同样时间里获得 10%的投资回报率。这在商品市场是不可能的。在商品市场，有 5 万元钱只能控制拥有 1 手合约所代表的商品，也就是 5 万元钱的商品。而在期货市场，它让你拥有了 50 万元的商品。现在你就知道期货交易如何能够快速致富了。每当价格变动 1%，你投资的价值就发生了 10%的变化。每当价格变动 10%，你投资的价值就发生了 100%的变化。

你可能已经捉摸出这种交易不利的一面：你赔钱的速度可以和赚钱的速度一样快！只要价格向不利于你头寸的方向移动，每当商品价格使你亏损 1%，期货投资就使你亏损 10%。每当商品价格使你亏损 10%，期货投资就使你亏损 100%。而 10% 的价格变化在商品价格的历史中是常见不鲜的。从事期货交易的风险由此可见一斑。

## 五、对冲基金的秘密

### （一）对冲基金投资案例

1979 年始，还没有统一货币的欧洲经济共同体统一了各国的货币兑换率，组成欧洲货币汇率连保体系。该体系规定各国货币在不偏离欧共体“中央汇率”2.5%的范围内允许上下浮动，如果某一成员国货币汇率超出此范围，其他各国中央银行将采取行动出面干预。然而，欧共体成员国的经济发展不平衡，货币政策根本无法统一，各国货币受到本国利率和通货膨胀率的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



各不相同，因此某些时候，连保体系强迫各国中央银行做出违背他们意愿的行动，如在外汇交易强烈波动时，那些中央银行不得不买进疲软的货币，卖出坚挺的货币，以保持外汇市场稳定。

1989 年，东西德统一后，德国经济强劲增长，德国马克坚挺，而 1992 年的英国处于经济不景气时期，英镑相对疲软。为了支持英镑，英国银行利率持续高升，但这样必然伤害了英国的利益，于是英国希望德国降低马克的利率以缓解英镑的压力。可是由于德国经济过热，德国希望以高利率政策来为经济降温。由于德国拒绝配合，英镑在货币市场中持续下挫，尽管英、德两国联手抛售马克购进英镑，但仍无济于事。1992 年 9 月，德国中央银行行长在《华尔街日报》上发表了一篇文章，文章中提到，欧洲货币体制的不稳定只有通过货币贬值才能解决。索罗斯预感到，德国人准备撤退了，马克不再支持英镑，于是他旗下的量子基金以 5% 的保证金方式大笔借贷英镑，购买马克。他的策略是：当英镑汇率未跌之前用英镑买马克，当英镑汇率暴跌后卖出一部分马克即可还掉当初借贷的英镑，剩下的就是净赚。在此次行动中，索罗斯的量子基金卖空了相当于 70 亿美元的英镑，买进了相当于 60 亿美元的马克，在一个多月时间内净赚 15 亿美元，而欧洲各国中央银行共计损失了 60 亿美元，事件以英镑在 1 个月内汇率下挫 20% 而告终。

索罗斯及其量子基金一战成名！之后，量子基金更是通过亚洲金融危机让人见识到对冲基金的力量，索罗斯在东南亚各国留下了“青史恶名”。但是，亚洲金融危机并没有给索罗斯带来像狙击英镑那样的厚利，因为他在香港败给了中国政府。他没有想到中国政府真地要维持香港稳定，并不惜背上“干预市场”的名声。

看上去，索罗斯狙击英镑的例子是不是和跨品种套利交易类似？只不过英镑与马克不是期货市场的品种，而是外汇市场上的品种。外汇市场是银行间通过电缆网络连接成的一个虚拟市场。前文中的长期资本管理公司（LTCM）也是做的套利交易。它的套利品种是德国的债券与意大利等国的债券，债券是利率市场上的品种。

（二）对冲基金

对冲基金（Hedge Fund）又称套利基金或避险基金。对冲（Hedge）一词，原意指在赌博中为防止损失而采用两方下注的投机方法，因而把在金融市场既买又卖的投机基金称为对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对冲基金的定义如下。国际货币组织（IMF）的定义是“对冲基金是私人投资组合，常离岸设立，以充分利用税收和管制的好处”。但这样的定义并不具体。一些学术机构的定义是“采取私人投资合伙公司或离岸基金的形式、采取奖励性的佣金（通常占 15 ~ 25%），并至少满足以下各标准中的一个：基金投资于多种资产；只做多头的基金一定利用杠杆效应；或者基金在其投资组合内运用各种套利技术。”

对冲基金是随着美国金融业的发展，特别是期货和期权等交易的出现而发展起来的。目前，美国是对冲基金最强大的国家。对冲基金目前管理的资产总值为 1.43 万亿美元，前 100 只最大对冲基金资产管理公司所管理的资产接近惊人的一万亿美元。资产突破 100 亿美元的公司数量从 2009 年的 19 家跃升到 2010 年的 38 家。最大的三家公司：JP 摩根，高盛资产管理和水桥联合（Bridgewater Associates），每家管理的资产都超过了 300 亿美元。

对冲基金的重要投资策略就是套利，而期货是其投资的一个重要工具。只不过，对冲基金的投资不局限于期货市场。对冲基金是套利交易的集大成者。例如，（一）长短仓，即同时买入及沽空股票，可以是净长仓或净短仓；（二）市场中性，即同时买入股价偏低及沽出股价偏高的股票；（三）可换股套利，即买入价格偏低的可换股债券，同时沽空正股，反之亦然。这些套利活动要在不同地区、不同种类的金融市场中进行操作，股市、汇市、债市、商品市场等。所以，投资不考虑对冲基金的活动是不全面的。

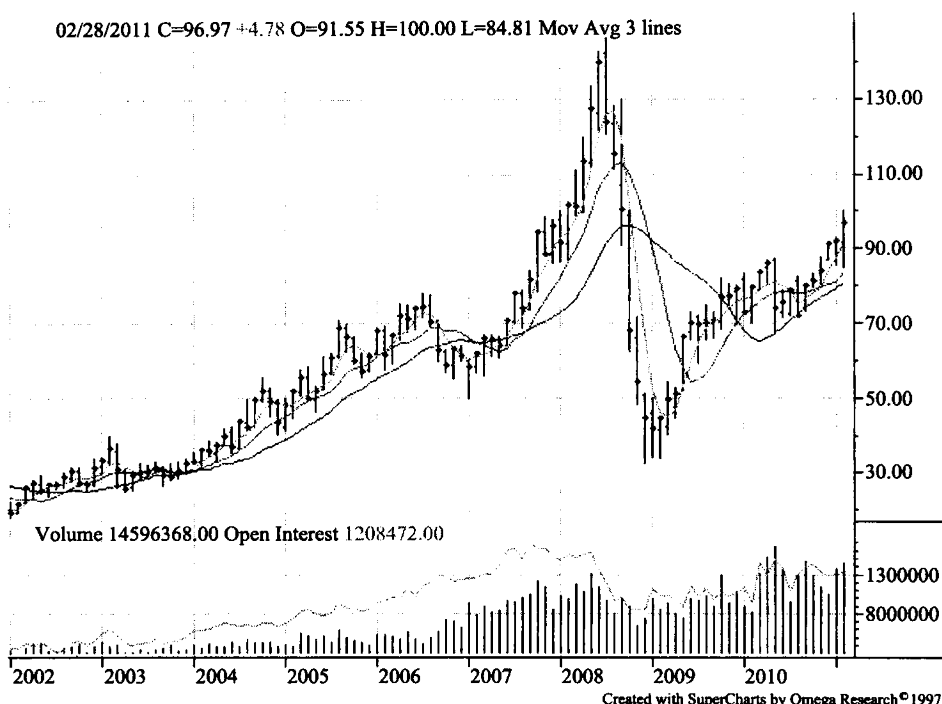
我们关注对冲基金不仅是由于期货是对冲基金的一个套利工具，更是由于现在对冲基金并不只是套利。它们有时候只是简单地投机。以石油期货为例：2007 年全球石油供应大概是每天 8400 万桶，需求是 8240 万桶，这样其实是供大于需 160 万桶。真正用来购买原油使用和进行套期保值的投资者已经不到三成。市场上对冲基金所持有的头寸占所有头寸的比例已经超过 30%。一年综合下来，对冲基金的交易量已经占到全部交易量的 25% 强。目前，对冲基金蜂拥进入石油期货投机，据估计，至少有 50 家对冲基金参与这个市场，包括从规模数千万美金的小基金，甚至到拥有 100 亿美元的基金巨头。

下图是纽约原油期货的月数据图。没有对冲基金在里面的投机，实际生产中的供求关系（诸如减产、天气灾害、油田发现等因素）不会产生这么大的波动性。

有时候，我们听到期货投资基金。它是一种介于传统的共同基金与对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






基金之间的投资基金。传统的共同基金是指主要投资于传统的股票、债券和货币市场的一类基金，具体又可细分为股票基金、债券基金、混合基金和货币市场基金四类。绝大部分的共同基金采取开放式公司型的形式。从操作策略上来看，共同基金往往采取保守稳健的策略，目的在于取得长期稳定低风险收益。期货投资基金与共同基金的区别主要在于，期货投资基金投资的对象是在交易所交易的期货和期权而非传统的股票和债券，也正因为如此它可以采用特殊的多空组合机制。

正是由于期货投资给投资者提供了一种投资传统的股票和债券所不具有的特殊的获利方式，并且其投资资产同传统资产相关度很低，因此期货投资基金更多的时候是和对冲基金放在一起。期货投资基金虽同对冲基金非常类似，但它和对冲基金也有区别，主要体现为：1. 期货投资基金的投资领域比对冲基金小得多，它的投资对象主要为在交易所交易的期货和期权，而不涉及股票债券和其他金融资产。2. 在组织形式上期货投资基金往往采取公募形式，因而其运作比对冲基金规范，透明度更高，风险相对较小。

期货投资基金又可以从广义、狭义两方面理解。狭义上的期货投资基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要是指公募期货基金（Futures Public Fund），是一种用于期货专业投资的新型基金，其具体运作与共同基金相类似。广义上的期货投资基金在国外通常被称为管理期货（Managed Futures），指的是由专业的基金经理所组成的一个行业，这些基金经理被称为商品交易顾问，他们使用全球期货和期权市场作为投资媒介，向那些想要参与“商品”市场的投资者提供专业的资金管理，交易对象包括实物商品和金融产品的期货、远期、期权合约。

## 六、 金融期货的威力

（一）巴林银行因交易员从事金融期货投机失败而倒闭

巴林银行创立于1762年，至今有240多年历史。最初从事贸易，后涉足证券业，19世纪初成为英国政府证券的首席发行商，是英国老牌商人银行之一。近百年来，该银行在证券、基金、投资、商业银行业务等方面都取得了长足的发展，成为伦敦中心位居前列的集团化证券商。该行1993年盈利1.05亿英镑；1994年税前利润高达1.5亿英镑。至1994年底，该行管理着300亿英镑的基金资产，15亿英镑的非银行存款和10亿英镑的银行存款。

就是这样一个历史悠久、声名显赫的银行，却因一个年轻的交易员期货投机失败毁于一旦，酿成国际金融市场上衍生金融工具交易失败又一发人深省的事件——“巴林银行事件”。

28岁的尼克·里森1992年被巴林银行总部任命为新加坡巴林期货（新加坡）有限公司负责人，负责该行在新加坡的期货交易并实际从事期货交易。头几年，里森也曾因“出色”交易而得到巨额奖金和总部的青睐。1994年下半年起，尼克·里森认为日本经济走出衰退，日元坚挺，日本股市必大有可为，故想一赌日本股市劲升，逐渐买入日经225指数期货建仓，不料1995年1月16日关西大地震后，日本股市反复下跌，尼克·里森的投资损失惨重。为弥补亏损，里森仍一再加大投资，以期翻本，合同金额上千亿美元。到2月23日，日经指数急剧下跌276.6点，里森终于意识到，他已无法弥补损失，于是与妻子逃之夭夭。

次日，因被迫交保证金，巴林银行才发现尼克·里森期货交易账面损失约4亿～4.5亿英镑，约合6亿～7亿美元，已迫近巴林银行集团本身的资本和储备之和，英国中央银行——英格兰银行在没拿出其他拯救方案的情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只好宣布对巴林银行进行倒闭清算。在英格兰银行及有关方面协助下，3月2日，在日经指数及日经指数期货反弹三百多点情况下，巴林银行所有未平仓期货合约分别在新加坡国际金融期货交易所、东京及大阪交易所几乎全部平掉。至此，巴林银行由于金融衍生工具投资失败引致的亏损高达9.16亿英镑，约合14亿多美元。

3月6日，荷兰国际集团与巴林达成协议，愿出资7.65亿英镑现金，接管其全部资产与负债使其恢复运作，将其更名为“巴林银行有限公司”。3月9日，此方案获得英格兰银行及法院批准，荷兰国际集团收购巴林银行的法律程序完成，巴林银行全部业务及部分证券基金业务恢复运作。至此，巴林倒闭风波暂告段落。

里森被称为“日经指数之王”，用中国人的话说，就是“股神”（当然，他主要在期货市场交易，就改称为“期神”）。每天开盘之前，当地的交易员都要打电话互相询问里森准备做多还是做空。这样一个牛人，巴林银行的宝贝（一度巴林全年的税前利润中有三分之二是里森赚取的，巴林在全世界各地的员工都崇拜里森、视他为巴林的救星），飘飘然自以为神仙也是人之常情了。里森最后的赌博，就是赌他能影响市场。这是他最致命的错误。

拥有充分的自信是在其他行业成功的不二法则，却不是资本市场的脾气，就是总在你自信地以为市场如此简单的时候，回敬你以耳光。里森——天才交易者、“日经指数之王”，预测趋势一向准确。当时日本股市回暖，经过一段时间的反复后确认站稳，1994年11月下旬或12月，里森决定要赌日经指数不会掉到19000点以下，这似乎是一个安全的下注。日本经济在30个月的萧条后已开始复苏。里森认为股价毫无疑问将会上涨，很可惜1995年1月17日，7.2级地震毁坏了日本城市神户，以往坚如磐石的日经指数一周内下跌7%。“惴惴小心，如临于谷”应是长胜的根本。

（二）金融期货

尼克·里森期货交易的产品日经225指数期货就是金融期货的一种。所谓金融期货，是指以金融工具作为标的物的期货合约。金融期货交易是指交易者在特定的交易所通过公开竞价方式成交，承诺在未来特定日期或期间内，以事先约定的价格买入或卖出特定数量的某种金融商品的交易方式。

金融期货一般分为三类，外汇期货、利率期货和股票指数期货。金融期货作为期货交易中的一种，具有期货交易的一般特点，但与商品期货相比较，其合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约标的物不是实物商品，而是传统的金融商品，如证券、货币、汇率，利率等。

金融期货市场有多方面的经济功能，其中最基本的功能是规避风险和发现价格。

1. 规避风险

20 世纪 70 年代以来，汇率、利率的频繁、大幅波动，全面加剧了金融商品的内在风险。广大投资者面对影响日益广泛的金融自由化浪潮，客观上要求规避利率风险、汇率风险及股价波动风险等一系列金融风险。金融期货市场正是顺应这种需求而建立和发展起来的。因此，规避风险是金融期货市场的首要功能。

从整个金融期货市场看，其规避风险功能之所以能够实现，主要有三个原因：其一是众多的实物金融商品持有者面临着不同的风险，可以通过达成对各自有利的交易来控制市场的总体风险。例如，进口商担心外汇汇率上升，而出口商担心外汇汇率下跌，他们通过进行反向的外汇期货交易，即可实现风险的对冲。其二是金融商品的期货价格与现货价格一般呈同方向的变动关系。投资者在金融期货市场建立了与金融现货市场相反的头寸之后，金融商品的价格发生变动时，则必然在一个市场获利，而在另一个市场受损，其盈亏可全部或部分抵消，从而达到规避风险的目的。其三是金融期货市场通过规范化的场内交易，集中了众多愿意承担风险而获利的投机者。他们通过频繁、迅速的买卖对冲，转移了实物金融商品持有者的价格风险，从而使金融期货市场的规避风险功能得以实现。

2. 发现价格

金融期货市场的发现价格功能，是指金融期货市场能够提供各种金融商品的有效价格信息。这与商品期货是一样的道理。在金融期货市场上，各种金融期货合约都有着众多的买者和卖者。他们通过类似于拍卖的方式来确定交易价格。这种情况接近于完全竞争市场，能够在相当程度上反映出投资者对金融商品价格走势的预期和金融商品的供求状况。因此，某一金融期货合约的成交价格，可以综合地反映金融市场各种因素对合约标的商品的影响程度，有公开、透明的特征。影响金融期货的因素主要有：国家经济增长情况，货币供应量，通货膨胀率，国际收支差额，国家货币、财政、外汇政策，国际储备，心理因素等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




## 七、天气期货

（一）天气期货由来

与天气风险治理相关的天气衍生品合约最初由美国能源企业在 1996 年推出，并以场外交易（OTC）的方式开展起来，逐渐吸引了保险业、零售业、农业、建筑业和治理基金的广泛参与。随着天气衍生品合约在 OTC 市场的日益发展和成熟，期货交易所开始引入天气指数的期货和期权交易。

天气指数期货是商品期货中的新成员，在类别上它属于能源类期货交易品种。目前，全球交易天气指数期货的只有美国的芝加哥商业交易所（CME）和英国的 Euronext.Liffe 两家交易所，所选择的天气指数仅仅是温度指数，交易量相对较小。

但是，天气指数期货的推出是有着很好的市场基础的。世界上很多能源企业都面临着天气变化所造成的销售量大幅变动的风险。不仅如此，由于天气风险对经济的影响是多方面的，很多行业的运营都受到天气的直接影响，比如在农作物产区，种植季节的降雨量对作物产量的影响，年降雨量对电力企业发电成本的影响等。针对这些风险的治理工具在 OTC 市场都已经存在，从 1997 年起在芝加哥商业交易所正式开始交易天气期货。目前已包括美国天气期货，欧洲天气期货和亚太天气期货。

据芝加哥商业交易所（CME）数据，2009 年进入该交易所天气期货市场的资金高达 360 亿美元，比 2004 年的 22 亿美元增长 15 倍多，成交量暴涨 600% 多。天气期货吸引了能源公司、对冲基金以及保险公司的参与，预计很快农场主、零售商以及制造商也将加入这个市场。而商业部门也开始意识到天气不能再成为造成财务损失的理由了，大资金的介入推动了天气期货交易量的增长。像原油、谷物等与天气密切相关的商品市场中，投机力量的增长成为天气市场发展的平衡力量，它们在跨商品市场间的市场活动，推动了天气市场的急剧增长。

天气市场发展有两大因素：首先是天气市场上的对冲基金增加，其次是跨商品交易量迅猛增长，比如天气与天然气、天气与燃料油等市场间交易量大增。例如化工厂可以参与天气期货投资，它们运用天气期货合约来回避天然气价格上涨的风险。业内人士预计，下一阶段天气期货交易量增长，可能将从跨商品市场交易的对冲基金转向像零售商这样的终端客户。鉴于天气的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响在美国经济活动占大约20%，从成交量和规模上来看，未来5年天气期货有机会超过能源期货。

（二）天气期货知识

实际上和其他期货的交易原理是一样的。每个月的开始，期货市场主管机构都会根据过去10年当月的气温情况，为降温度日数或升温度日数确定一个初始值，比如40度（华氏）。为了使市场运转起来，指定的“做市商”将接着喊出“出价”和“要价”，前者比初始值稍低，后者稍高，这是投资者可以买进或卖出的度数。随着天气的变化和市场的反应，这些交易值在一个月中将起伏不定。到了月底，交易所根据实际温度进行结算，以华氏1度等于100美元的价格兑现所有期货合同。而投资者所要做的，就是猜测一下未来的天气变化，然后进行“天气期货”买卖赚取利润。

那么，又该如何计算“天气期货”合约盈亏呢？在某一时间段内，把某日的平均温度和过去多年该日的标准温度比较，差额便是赚或亏。举例说，在秋季，把某日的温度和华氏六十五度比较。假如某日实际温度是华氏55度，65-55=10个指数点。假如整个月都是55度，10点 ×30天 =300个指数点。每个指数点价值100美元，300点就是3万美元（每张合约的按金为1400美元）。

CME的天气指数期货目前细分为制热日指数期货、制冷日指数期货、制冷季节指数期货和制热季节指数期货四种。前面就是日温度指数的例子。温度指数是衡量一天的平均温度与华氏65度（相当于摄氏18.3度）偏离程度。日平均温度是从午夜到午夜的日最高温度与最低温度的平均值。工业以华氏65度作为启动熔炉的标准温度，这一温度通常出现在采暖通风和空气调节的技术标准中。现在这一温度用来假设当气温低于华氏65度时消费者会使用更多的能源来保持房间的温度，当气温高于华氏65度时会耗费更多的能源运行空调来降温。

制热日指数（HDD）通过日平均温度与华氏65度的比较来测量寒冷程度，也就是需要采暖的指数。如果日平均温度是华氏40度，那么日HDD就是25，如果日平均温度是华氏67度，那么日HDD就为0。CME的HDD指数是一个月的日HDD指数的累积。制冷日指数（CDD）通过日平均温度与华氏65度的比较来测量温暖程度，也就是需要运行空调降温的指数。与HDD的计算方式相同，如果日平均温度是华氏75度，那么日CDD就是10，如果日平均温度是华氏58度，那么日CDD就为0。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实际温度的数据来源是“地球卫星有限公司”。地球卫星有限公司是一家全球性的开发遥感设备和提供地理信息的专业服务公司，可以提供每日和每小时的气温信息，该公司在为农业和能源市场提供气候信息方面居于世界领先地位。CME 所选择城市的气温由一个自动数据收集设备即自动表面观测系统（ASOS）测定，这一系统测出的每日最高和最低气温直接传输给美国国家气候数据中心（NCDC），该中心是美国国家海洋大气管理局的一个下属部门。当 ASOS 系统出现故障或传输受阻时，地球卫星有限公司将及时进行质量控制并提供替代数据。

CME 在推出日温度指数期货以后，于 2003 年 5 月 26 日开始上市交易季节性天气产品。季节性天气指数期货以制热日指数和制冷日指数为基础，是日温度指数期货的延伸。季节性合约可以使交易者在一个价格上交易整个季节的温度指数，而不需要把每个月份的合约分别进行交易，从而提高交易效率并减少交易者的交易成本。

伦敦国际金融期货期权交易天气指数期货 Euronext.liffe 天气期货（伦敦国际金融期货期权交易）合约于 2001 年 7 月推出，是以欧洲三个地区（伦敦、巴黎和柏林）的月度和冬季的日平均温度（DAT）为基础设计的。欧洲天气市场与美国有所不同。美国市场主要表现为很强的季节性需求，即冬季取暖和夏季降温，因此以制热日和制冷日（通常为 65 华氏度）为交易标的，美国的能源企业最先创造了这个市场，并且这些企业的需求使这个市场进一步演进。而欧洲夏季没有相应的降温需求，因此欧洲市场开展天气指数交易就需要一种不同的方法。Euronext.liffe 选择了日平均温度和冬季温度指数作为标的。

# 第三节　期货市场的产生和发展

## 一、期货市场的产生

一般认为，真正意义上的期货市场创始于美国。1848 年，由 82 位商人发起并成功地组建了美国也是世界上第一个较为正规的期货交易所——芝加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哥期货交易所，又称芝加哥谷物交易所（CBOT）。开始的时候，芝加哥期货交易所还不完全是一个市场，而是一个为促进芝加哥工商业发展而组成的一个商会组织，该组织发展的初衷主要是为了改进运输和储存条件，同时为会员提供价格信息等服务，促进买卖双方交易的达成。但是，在实践中人们发现仅有远期合同还不足更高效地实现交易双方的利益，比如交易的商品品质、等级、价格、交货时间、交货地点等都是根据双方的具体情况达成的，没有一个统一的标准，而当交易双方的供需情况发生变化或市场价格发生变化时，进行合同的转让十分困难，特别是远期交易最终能否履行主要依赖交易双方的信誉，在对对方无法全面深入了解的情况下交易的风险依然十分巨大。

针对上述情况，芝加哥期货交易所于 1865 年推出了标准化的期货合约，以取代原有的远期合同，同时实行了交易保证金制度，向签约双方收取不超过合约价值 10% 的保证金，作为履约的保证。这是具有历史意义的制度创新，促进了真正意义上的期货交易的诞生。此外，为了更有效地进行交易，还发展了专门的经纪业务，并在 1882 年开始允许以对冲方式免除履约责任，这就极大地促进了投机者的加入，使期货市场的流动性大大增强。1883 年，芝加哥期货交易所成立了结算协会，以处理日趋复杂的业务，为芝加哥期货交易所的会员提供了合约对冲的条件，但当时的结算协会还不是规范严密的组织，直到 1925 年芝加哥期货交易所结算公司（BOTCC）成立以后，芝加哥期货交易所的所有交易都要进入结算公司结算，现代意义上的结算机构才形成。

## 二、期货市场发展三阶段

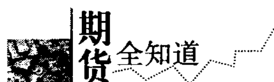
期货市场自 1848 年美国芝加哥期货交易所成立，至今走过了 160 多年的历程。一百多年来，世界期货市场也经历了各种风风雨雨，从萌芽到发展，从成熟到提高。回顾世界期货市场的发展历史，可以看到，它的交易品种推陈出新，它的交易规模日益扩展。

归纳起来，世界期货市场的发展主要经历了商品期货、金融期货和期货期权三个阶段：

### （一）商品期货

商品期货是世界上最早的期货交易品种。商品期货是以实物商品为标的物的期货合约。商品期货是期货市场中历史最为悠久的期货交易，它的品种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




繁多，种类涵盖人们生活的各个层面，概括起来，商品期货主要有农产品期货、金属期货和能源期货。

1. 农产品期货

农产品期货是人类历史上最早开发的期货交易品种，1848 年美国芝加哥期货交易所首先进行的就是农产品的期货交易。在 1865 年 CBOT 推出标准化期货合约后，随着现货生产和流通的扩大，新的农产品期货品种也不断出现，除了小麦、玉米、大豆等谷物期货外，从 19 世纪后期到 20 世纪初，在不断有新的期货交易所在美国的纽约、堪萨斯成立的情况下，也逐渐出现了棉花、咖啡、可可等经济作物的期货交易，黄油、鸡蛋以及后来的生猪、活牛、猪腩等畜禽产品，木材、天然橡胶等林产品期货也陆续上市。

2. 金属期货

金属期货交易最早的发源地是在英国。1876 年在英国伦敦成立了著名的伦敦金属交易所（LME），开了金属期货交易的先河。伦敦金属交易所早先的名称是伦敦金属交易公司，主要从事金属铜和锡的期货交易。1899 年伦敦金属交易所将每天上下午进行两轮交易的做法引入到铜和锡的交易中，至 1920 年铅、锌两种金属也在伦敦金属交易所正式挂牌上市交易。

在工业革命之前，英国原本是一个铜的出口国，但工业革命使得英国对铜等金属的需求大大提高，从而英国变成为一个铜等金属的进口国，作为生产原料的铜在进口的过程中由于铜价的波动使英国的许多工厂承担着较大的市场风险，所以迫切需要有一个能够为其转移风险的市场，由此，伦敦金属交易所也就应运而生。

伦敦金属交易所自创建以来，交易一直活跃，至今，伦敦金属交易所的期货价格依然是国际有色金属市场的晴雨表。

3. 能源期货

20 世纪 70 年代初上发生的石油危机给世界石油市场带来了巨大的冲击，石油等能源产品价格的剧烈波动迫使人们期望借助于期货市场来避免价格风险的影响。于是，纽约商业交易所（NYMEX）的诞生开创了能源产品期货的先河，并成为世界上最有影响力的能源产品期货交易所，目前在纽约商业交易所上市的能源期货交易品种主要有原油、汽油、取暖油、丙烷等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（二）金融期货

随着第二次世界大战的结束，布雷顿森林体系也发生了解体，到了20世纪70年代，浮动汇率制度取代了固定汇率制度，金融自由化下的利率管制等金融管制政策逐渐消亡，由此造成了各国间的汇率和利率的频繁剧烈波动。在这样的情况下，人们开始考虑用期货市场的功能来化解金融动荡所带来的风险，于是，金融期货应运而生。

1972年5月，在美国芝加哥商业交易所（CME）设立了国际货币市场分部（IMM），首先推出了包括英镑、加拿大元、西德马克、法国法郎、日元和瑞士法郎在内的外汇期货合约。1975年10月，在芝加哥期货交易所又上市了国民抵押协会债券（GNMA）期货合约，从而成为世界上第一个推出利率期货合约的期货交易所。1977年8月，芝加哥期货交易所又推出了美国长期国债的期货合约，发展到今天，它已是国际期货市场上交易量最大的金融期货合约。1982年2月，美国堪萨斯期货交易所（KCBT）开发出了所谓的价值线综合指数期货合约，使股票价格指数也成了期货交易的对象。至此，金融期货中的三大类别——外汇期货、利率期货和股票指数期货均被开发，并快速形成了期货交易中的重大规模。特别是在进入到上个世纪的最后十年，无论在美国、欧洲还是亚洲的期货市场，金融期货已占据了期货市场交易的大部分。在国际期货市场上，金融期货也成为期货交易的最主要的产品。

金融期货的出现是期货交易的重大变革，使期货市场发生了翻天覆地的变化，彻底改变了期货市场原有的发展速度和发展格局。从期货市场的发展进程来看，世界上大部分的期货交易所都是在20世纪的后20年中诞生和发展起来的。而在目前，在国际期货市场上，金融期货已是大多数期货交易所都有的交易品种，它对整个世界经济产生了极其深远的影响。

（三）期货期权

在20世纪70年代推出金融期货以后不久，国际期货市场又发生了新的变化。1982年10月1日，美国长期国债期货期权合约在芝加哥期货交易所上市，为其他的商品期货和金融期货交易开辟了一方新的天地，引发了期货交易的又一场革命，这是20世纪80年代出现的最为重要的金融创新之一。期货期权交易与期货交易又有所不同，它的交易对象即不是物质商品，也不是价值商品，而是一种权利，是权利的买卖或转让，所以期货期权交易常被称为“权钱交易”。期货期权交易最初源于股票交易，后来才被移植到期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易之中，并得到了极为迅猛的发展。

期权交易和期货交易都具有规避风险、提供套期保值的基本功能，但期货交易主要是为现货商提供套期保值的渠道，而期权交易则不仅对现货商具有规避风险的作用，而且对期货商的期货交易也具有一定程度的规避风险的作用，这就相当于给带有风险意义的期货交易买上了一份保险。因此，期权交易所独有的特点，以及与期货交易结合运用所具有的灵活、有效的交易策略为投资者带来了很大的便利，成为现代投资者最为喜爱的交易方式。目前，国际期货市场上绝大部分期货交易品种都引进了期权交易的方式。现在，不仅在期货交易所和股票交易所开展了期权交易，而且在许多国家和地区还成立了专门的期权交易所，如芝加哥期权交易所（CBOE）、荷兰阿姆斯特丹期权交易所、英国伦敦期权交易所等。芝加哥期权交易所是目前世界上最大的期权交易所。

回顾国际期货市场的整个发展过程，可以看到，在交易的各个品种、各个市场间是相互促进、共同发展的。从目前国际期货市场的基本情况来看，商品期货继续保持在稳定的基础上有所发展，而金融期货则后来居上，有赶超商品期货的势头，在美国的一些交易所，金融期货的交易量已占到整个期货交易量的三分之二以上。而期货期权则方兴未艾，正逐渐被更多的人所认识和利用，成为更具科学性的投资交易的武器。

## 第四节　新中国期货市场20年发展历程

新中国期货市场的产生起因于20世纪80年代的改革开放。1987年前后，一些关于建立农产品期货市场的文章见诸报端。为了解决价格波动这一难题，使有效资源能得到更加合理的使用，中央和国务院领导先后做出重要指示，决定研究期货交易。1988年3月七届人大第一次会议上的《政府工作报告》中指出："加快商业体制改革，积极发展各类批发市场贸易，探索期货交易。"从而确定了在中国开展期货市场研究的课题。

经过一段时期的理论准备之后，中国期货市场开始进入实际运作阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1990 年 10 月 12 日，中国郑州粮食批发市场经国务院批准，以现货交易为基础，引入期货交易机制，作为我国第一个商品期货市场正式开业，迈出了中国期货市场发展的第一步。

中国期货市场的 20 年发展历程，可以用三个阶段来概括：1990 ~ 1993 年初创时期的盲目发展；1994 ~ 2000 年治理整顿；2001 年至今的复苏和规范发展阶段。

第一阶段从 1990 年到 1995 年，遍布全国各地的交易所数目一度超过 50 家，年交易量达 6.4 亿手，交易额逾 10 万亿元，期货品种近百种，交投可谓非常活跃。但是，当时的法规监管较为滞后，发生了不少问题。因此，国务院决定全面清理整顿期货市场，建立适用于期货市场的监管法规，将交易所数目减少至 15 家，期货经纪公司数目大幅缩减，并限制了境外期货交易。

1990 年 10 月郑州粮食批发市场成立，以现货为主，首次引入期货交易机制。由于没有明确的行政主管部门，期货市场的配套法律法规严重滞后，期货市场出现了盲目发展的势头，国内各类交易所大量涌现。一些单位和个人对期货市场缺乏基本了解，盲目参与境内外的期货交易，损失严重；造成了国家外汇的流失；境外地下交易层出不穷，引发了一些经济纠纷和社会问题。

第二阶段是 1996 至 2000 年，国家继续对期货市场进行清理整顿，加上中国证券市场迅速发展，期货市场步入低潮。1998 年，国家把 14 家交易所进一步削减至 3 家，即上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所。2000 年，期货交易量萎缩至 5400 万手，交易额为 1.6 万亿人民币。

1999 年国务院颁布了《期货交易管理暂行条例》以及与之相配套的规范期货交易所、期货经纪公司及其高管人员的四个管理办法陆续颁布实施，使中国期货市场正式纳入法制轨道。

从 2001 年至今是第三阶段。期货市场逐渐复苏，期货法规与风险监控逐步规范和完善。在 2001 年九届人大会议上明确提出，要重点培育和发展要素市场，稳步发展期货市场，正式拉开了期货市场规范发展的序幕。2004 年 2 月 1 日，国务院颁布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，提出我国要“稳步发展期货市场”，“在严格控制风险的前提下，逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种”。

2004 年，国内新增棉花、黄大豆 2 号、燃料油与玉米 4 个品种。2005 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易量恢复增长到3.23亿手，交易额达13.45万亿。白糖、棉花交易平稳，小麦品种较为成熟，价格发现和套期保值功能逐步发挥。2006年则是开拓的一年，期货品种又增加了豆油，白糖两大品种，使期货品种达到14个。

2007年和2008年更是期货市场飞跃发展的一年。2007年，中国经济增长较快，各类商品价格市场行情好、波动大，投资热情高，给期货市场发展带来机遇。中国上海、大连和郑州三个期货交易所全年成交量达到72846万手，成交额为40.974万亿元，分别比2006年增长62%和95%，成交额首次超过全国GDP总额。2008年全国期货市场累计成交量为13.6亿手，累计成交额71.9万亿元，同比分别增长87%和76%，中国期货市场又一项新的纪录诞生了。由于在极大程度上放宽了期货市场参与主体的限制，2008年1月黄金期货在上海期货交易所成功上市，进一步完善黄金市场体系和价格形成机制，形成现货市场、远期市场与期货市场互相促进、共同发展的局面。特别是随着国家关于发展期货市场的政策调整以及期货市场法制建设与监管体系的建立与完善，期货市场全面繁荣发展的阶段已经到来，中国成为全球发展速度最快、最具生机与活力的市场。

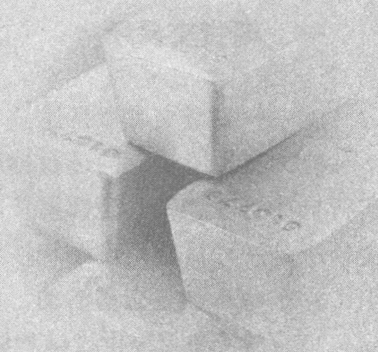
与此同时，2006年2月，经国务院批准，上海金融衍生品期货交易所获准筹建。2006年4月，沪深300指数被定为首个股指期货标的。2007年3月16日，中国国务院第489号令，公布了《期货交易管理条例》，新条例自2007年4月15日起施行。新《条例》最突出的特点是将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易，为中国推出外汇期货和外汇期权以及股指期货和股指期权等金融衍生品奠定了法律基础。

截至2009年7月底，我国期货市场共有21个期货品种上市交易。2008年，我国商品期货成交量已占全球的1/3，中国已经成为全球第二大商品期货市场和第一大农产品期货市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第二章
# 期货市场和期货交易



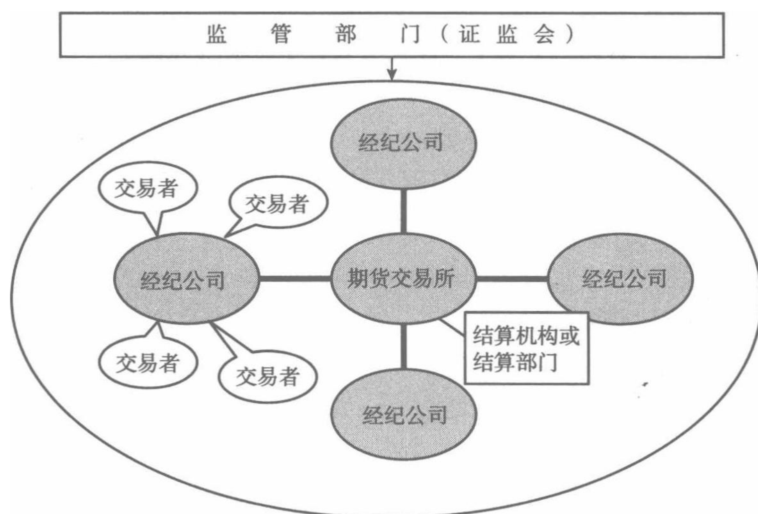
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第一节　期货市场的组织结构

期货市场是进行期货合约交易的市场。然而，这个市场是怎样进行运作的呢？是通过何种结构为投资者提供服务的呢？这就需要我们搞清楚这个市场是由哪些部分组成的，以及各个部分的功能和作用。

期货市场是个具有高度系统性的规范化市场，其组织结构包括期货交易所、期货结算机构、期货经纪公司、期货交易者和市场监管者等，这些构成部分组成了一个完整的组织结构体系。




## 一、期货交易所

（一）期货交易所概述

期货交易所是专门进行标准化期货合约买卖的场所，按照其章程的规定实行自律管理，以其全部财产承担民事责任。在现代市场经济条件下，期货交易所是一种具有高度系统性和严密性、高度组织化和规范化的交易服务组织，它本身不参与交易活动，不参与期货价格的形成，也不拥有合约标的商品，只为期货交易提供设施和服务。

期货交易所的主要职能是提供交易场所、设施及相关服务；制定并实施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易所相关规则；设计期货合约，安排合约上市；组织和监督期货交易；监控市场风险；保证期货合约的履行；发布市场信息；监管会员的交易行为；监管指定的交割仓库。

设立期货交易所，必须经中国证监会审核批准。未经中国证监会批准，任何单位或者个人不得设立或者变相设立期货交易所。

期货交易所按照其组织方式不同，可以分为会员制和公司制两种类型。会员制期货交易所是一种不以营利为目的的经济组织，主要靠收取交易手续费维持交易设施以及员工等方面的开支，费用节余只能用于与交易直接有关的开支，不得进行其他投资或利润分配。目前，我国四家期货交易所均实行会员制，即由会员共同出资联合组建，每个会员享有同等的权利与义务。交易所会员有权利在交易所内直接参加交易，同时必须遵守交易所的规则，交纳会费，履行应尽的义务。

> 我国四个期货交易所都是非营利性会员制。世界上的期货交易所也存在着盈利性会员制和公司制。并且有学者争论以营利为目的的公司制是当前世界各国期货交易所的发展趋势。
>
> 公司制期货交易所的特点主要是：1. 交易所以投资者认股或发行股票的形式筹集资金；2. 投资者是交易所的股东，既可以是交易所的会员，也可以不是交易所的会员，但大多数是股东与会员的“一身二任”；3. 其权力机构是股东大会和由此选举产生的理事会。
>
> 欧洲期货交易所、新加坡交易所、香港交易所等均是公司制交易所。

期货交易所对于期货交易的正常开展，具有十分重要的作用。它主要包括下面几条：

1. 统一制订期货合约，将期货合约的条款统一化和标准化，使期货市场具有高度流动性，提高了市场效率。

2. 为期货交易制定规章制度和交易规则，并保证和监督这些制度、规则的实施，最大限度地规范交易行为。

3. 监督、管理交易所内进行的交易活动，调解交易纠纷，包括交易者之间的纠纷、客户同经纪人或经纪公司之间的纠纷等，并提供仲裁程序和仲裁机构（仲裁委员会）。

4. 为交易双方提供履约及财务方面的担保。期货交易中的买方和卖方都是以期货交易所为对手的，不必考虑真正的成交对手是谁。这是由于期货交易机制要求交易所作为“买方的卖方和卖方的买方”，承担最终履约责任，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而大大降低了期货交易中的信用风险。

5. 提供信息服务，及时把场内所形成的期货价格公布于众，增加了市场的透明度和公开性。

6. 为期货交易提供结算、交割服务，如向会员追缴和清退保证金、收取交割货款和提货单（仓单）等。

7. 为期货交易提供一个专门的、有组织的场所和各种方便多样的设施，如先进的通讯设备等。

**例子：郑州商品交易所的结构**

会员大会是交易所的权力机构，由全体会员组成。理事会是会员大会的常设机构，设理事长1人。理事会由17名理事组成，其中会员理事10名、非会员理事7名。理事会下设监察、交易、交割、财务、调解、会员资格审查、技术委员会等7个专门委员会，理事会办公室是理事会的常设办事机构。

交易所设总经理1人、副总经理3人、总经理助理1人，总经理业务助理1人。总经理为交易所法定代表人。

交易所内设办公室、研究发展部、市场一部、市场二部、交易部、交割部、结算部、市场监察部、新闻信息部、法律事务部、技术一部、技术二部、财务部、人力资源部，审计室，行政部等十六个职能部门。

来源：郑州商品交易所网站

期货交易所是进行期货交易最直接的执行机构，由于世界各国的历史背景和经济基础不同，期货交易所在组织构成上也各有差异，但从大部分交易所的机构设置来看，主要包括以下四个部分。

交易所会员大会，是作为会员制组织的交易所的最高权力机构，但凡与交易所管理和业务开展有关的重大事项都要由会员大会进行最后裁决。

交易所理事会，是交易所日常业务管理的直接领导机构，是会员大会下设的执行机构，一般是由交易所会员大会选举并产生。

交易所专业委员会，有多种专业委员会，由交易所理事会或交易所会员大会选出，并由交易所会员组成，这些委员会分别对理事会负责，他们可根据交易所具体业务工作的开展情况，向理事会提出建议，协助理事会履行和实施有关期货交易的各项制度，并负责为各个阶段的交易活动制定具体的实施措施，监督各项制度的落实。

交易所行政管理机构，是负责交易所日常工作的主要职能部门。它在交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易所总裁的领导下，执行理事会及各专业委员会做出的各项决策。一般来说，每一个行政部门都对交易所一名执行总裁或高级官员负责，其业务也与专业委员会相对应。目前，我国各交易所的总经理均是由我国证监会任命。

（二）国际主要期货交易所简介

近年来在经济全球化的影响下，交易所之间出现了多次的合并和重组。如今最有影响力的期货交易所包括：

1. 美国市场

以芝加哥和纽约为主：芝加哥商品交易所（CBOT：以农产品和国债期货见长）、芝加哥商业交易所（CME：以畜产品、短期利率欧洲美元产品以及股指期货出名）、芝加哥期权交易所（CBOE：以指数期权和个股期权最为成功）；纽约商业交易所（NYMEX：以石油和贵金属最为出名）、国际证券交易所（ISE：新兴的股票期权交易所）。

> **芝加哥交易所集团阶段（CME Group）**
> 网址：http：//www.cmegroup.com/
> 邮寄地址：CME Group/Chicago HQ Main Switchboard
> 电话：312-930-1000

2006年10月17日芝加哥商品交易所（CME）宣布和已竞争百年的同城对手芝加哥期货交易所（CBOT）进行合并，这造就全球最大的衍生品交易所，由此诞生了迄今为止全球最大的交易所——芝加哥交易所集团。

2. 欧洲市场

主要是欧洲期货交易所（EUREX：主要交易德国国债和欧元区股指期货）和泛欧交易所（Euronext：主要交易欧元区短期利率期货和股指期货等），另外还有两家伦敦的商品交易所：伦敦金属交易所（LME：主要交易基础金属）、国际石油交易所（IPE：主要交易布伦特原油等能源产品）。

> **欧洲期货交易所（Eurex）**
> 网址：http：//www.eurexchange.com/index.html

3. 亚太市场

以日本、韩国、新加坡、印度、澳大利亚、中国的内地以及香港和台湾地区为主。

日本期货市场主要包括以东京工业品交易所（主要是能源和贵金属期货）、东京谷物交易所（主要是农产品期货）等为主的商品交易所，以及以东京证券交易所（主要交易国债期货和股指期货）、大阪证券交易所（主要交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日经 225 指数期货）和东京金融交易所（主要交易短期利率期货）为主的金融期货交易所。韩国期货市场近年来发展迅速，最著名的是韩国交易所集团下的 KOSPI 200 指数期货与期权，交易量近几年名列全球第一。新加坡交易所集团下的期货市场上市的主要是离岸的股指期货，如摩根股指期货、日经 225 指数期货等。印度主要期货品种包括证券交易所上市的股指期货和个股期货以及商品交易所上市的商品期货。澳大利亚期货市场主要是当地的股指和利率期货。香港地区的期货市场主要是以香港交易所集团下的恒生指数期货、H 股指数期货为主。台湾地区的期货市场主要包括在台湾期货交易所上市的股指期货与期权。

4. 中南美及非洲市场

中南美主要是墨西哥衍生品交易所（主要交易利率、汇率期货）和巴西期货交易所（交易各类金融和商品期货）。非洲期货市场主要是南非的证券交易所下属的期货市场，上市当地金融期货品种。

（三）我国四大期货交易所

中国内地目前有三家实物期货交易所。它们是：上海期货交易所（主要交易金属、能源、橡胶等工业品期货）、大连商品交易所（交易大豆、玉米等农产品期货）以及郑州商品交易所（交易小麦、棉花、白糖等农产品期货）。中国另有一家金融期货交易所，它就是位于上海的中国金融期货交易所。中国金融期货交易所前只有上市沪深 300 股指期货的运作。

我国期货交易所经过经历了十余年的发展，为稳定市场供求关系、减缓价格波动、资源优化配置和维护国民经济秩序做出了巨大的贡献。

截止到 2009 年 5 月 25 日，聚氯乙烯（PVC）期货在大连商品交易所正式上市交易。这是我国期货市场上市的第 21 个期货品种。



## 郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

郑州商品交易所（以下简称郑商所）成立于 1990 年 10 月 12 日，是经中国国务院批准的首家期货市场试点单位，在现货远期交易成功运行两年以后，于 1993 年 5 月 28 日正式推出标准化期货合约交易。1998 年 8 月，郑商所被中国国务院确定为全国三家期货交易所之一（2006 年金融期货交易所才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被批准成立，1998 年时只批准了 3 家），隶属于中国证券监督管理委员会垂直管理。

**郑州商品交易所**
Zhengzhou Commodity Exchange（ZCE）
网址：http：//www.czce.com.cn/Default.htm
地址：郑州市未来路 69 号
邮编：450008
电话：0371–65610069
传真：0371–65613068

郑商所实行会员制，是为期货合约集中竞价交易提供场所、设施及相关服务，不以营利为目的的自律性管理法人。会员大会是郑商所的权力机构，由全体会员组成。郑商所现有分布在中国 26 个省、市、自治区的会员 200 多家。理事会是会员大会的常设机构，下设 7 个专门委员会。郑商所总经理为法定代表人，根据工作需要设置内部职能部门。

郑州地处中原，是众多农产品的产区和集散地，不仅有京广、陇海和京九线连接全国各地，航空港口也四通八达，具有开展农产品期货的地域优势。

目前，经中国证券监督管理委员会批准，郑商所上市交易的期货合约有小麦、棉花、白糖、精对苯二甲酸（PTA）、菜籽油、早籼稻、绿豆等，其中小麦包括优质强筋小麦和硬冬白（新国标普通）小麦。小麦、棉花、白糖和 PTA 期货为国民经济服务的市场功能日益显现，在国际市场上的影响力逐渐增强。




**上海期货交易所**
Shanghai Futures Exchange（SFE）
网址：http：//www.shfe.com.cn/
地址：上海市浦东新区浦电路 500 号
邮编：200122
电话：68400000
传真：68401198

上海是我国期货市场试验起步最早的地区，1998 年期货市场整顿时，经中国证监会批准，上海金属交易所、上海商品交易所、上海粮油商品交易所实行合并，组建成上海期货交易所，于 1999 年 12 月正式运营。

上海期货交易所位于上海浦东新区陆家嘴金融贸易区中部。目前拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**上海期货交易所期货品种**

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 金属 | CU 铜 | AL 铝 | ZN 锌 | AU 黄金 | RB 螺纹钢 | WR 线材 |
| 能源 | FU 燃料油 | | | | | |
| 化工 | RU 天然橡胶 | | | | | |

会员200多家，其中期货经纪公司会员占80%以上，并已在全国26个省、市、自治区开通远程交易终端300多个。上海期货交易所目前上市交易的有黄金、铜、铝、锌、燃料油、天然橡胶等期货合约。

随着行业风险控制能力的强化提高、市场交易的持续活跃和规模的稳步扩大，上交所市场功能及其辐射影响力显著增强：铜期货价格作为世界铜市场三大定价中心权威报价之一的地位进一步巩固；天然橡胶期货价格得到国内外各方的高度关注；燃料油期货在探索能源期货发展的道路上稳健运行；锌期货上市，与铜、铝期货关联，初步形成了有色金属期货品种系列；黄金期货上市，为促进黄金市场的发展，增进商品期货市场与金融市场的联系开辟了新路径。




**大连商品交易所**
Dalian Commodity Exchange (DCE)
网址：http：//www.dce.com.cn/portal/cn/index.jsp
地址：中国大连会展路18号
邮编：116023
电话：0411-84808888
传真：0411-84808588

大连商品交易所成立于1993年2月28日。成立以来，大商所始终坚持规范管理、依法治市，保持了持续稳健的发展，成为中国最大的农产品期货交易所。

大连商品交易所共有会员200多家，覆盖全国27个省、市、自治区。经中国证监会批准，大商所目前的交易品种有玉米、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油、棕榈油、线型低密度聚乙烯、啤酒大麦，正式挂牌交易的品种是玉米、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油、棕榈油和线型低密度聚乙烯。开业至2007年底，大商所累计成交期货合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



15.2亿手，累计成交额39.7万亿元，总交割量为1015万吨，已发展成世界第二大玉米期货市场。

**大连商品交易所期货品种**

| | |
|---|---|
| 玉米 | C |
| 黄大豆1号 | A |
| 黄大豆2号 | B |
| 豆粕 | M |
| 豆油 | Y |
| 棕榈油 | P |
| 聚乙烯 | L |
| 聚氯乙烯 | V |

多年来，大连期货市场规范稳健运行，有力地保障了期货市场功能的发挥，玉米和大豆期货价格已成为国内玉米、大豆市场的权威价格，在保护农民利益、引导农产品生产与流通、为市场主体提供避险工具等方面，发挥了重要作用。为我国市场经济的发展和粮食市场体制改革做出了积极的贡献。



## 中国金融期货交易所 China Financial Futures Exchange

**中国金融期货交易所**

China Financial Futures Exchange（CFFE）

网址：http：// www.cffex.com.cn

地址：浦东世纪大道1600号浦项商务广场8楼

邮编：200122

电话：021-5016-0666

传真：021-5016-0606

中国金融期货交易所是经国务院同意，中国证监会批准，由上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所共同发起设立的。中国金融期货交易所于2006年9月8日在上海成立，注册资本为5亿元人民币。中国金融期货交易所的成立，对于深化金融市场改革，完善金融市场体系，发挥金融市场功能，具有重要的战略意义。

中国金融期货交易所的宗旨是发展社会主义市场经济，完善资本市场体系，发挥金融期货市场的功能，保障金融期货等金融衍生品交易的正常进行，保护交易当事人的合法权益和社会公共利益，维护金融市场正常秩序。

中国金融期货交易所的主要职能是：组织安排金融期货等金融衍生品上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| 中国金融期货交易所期货品种 |
| --- |
| 沪深 300 指数期货 |

市交易、结算和交割；制订业务管理规则；实施自律管理；发布市场交易信息；提供技术、场所、设施服务；中国证监会许可的其他职能。

目前中国金融期货交易所已推出沪深300指数期货合约，其以沪深300指数为标的。

## 二、期货结算机构

### （一）期货结算机构的概念

期货结算机构是期货市场的一个很重要的组成部分，为期货交易提供结算服务。其主要功能是结算交易账户、清算交易、收集履约担保金、监督现货交易交割、报告情况等。对于所有的期货合约的交易者来说，结算机构是第三方，它既是每一个作为卖方的结算会员的买方，又是每一个作为买方的结算会员的卖方。

期货交易所的结算机构有两种存在方式，即独立的结算所和交易所的结算部。其主要功能是保证期货市场的正常运营和市场的健全性。交易所结算部是商品期货交易所的附属机构，交易所结算制度的执行机构。它负责结算所有会员单位的交易账户，清算每日交易，收取交易保证金（履约保证金）和追加保证金，管理监督交割和报告交易数据。目前我国采用的是交易所结算部方式作为期货交易所的结算机构。

期货交易所结算部门的作用：

1. 计算期货交易的盈亏

期货交易者的交易完成之后，所有的成交信息都汇总至交易所结算部，结算部在核对的基础上，进行结算，计算出每个会员的盈亏情况，并反映在会员的保证金账户中。交易结算实行每日无负债结算制度，当天的交易结果当天清算完成。

2. 充当交易对手，担保交易履约

交易所结算部对所有期货合约交易者起着第三方的作用，即结算部对每一个卖方会员来讲是买方，而对每一个买方会员来讲是卖方。对于交易所结算部本身来说，它每天的盈亏都是平衡的，这样，交易者都只与交易所结算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



部发生业务关系，期货交易的买卖双方不为对方负有财务责任，而只对交易所结算部负责。

由于期货买卖双方可以不必考虑交易对手是否履约而随意买卖合约，而作为交易对手第三方的交易所结算机构承担了保证使每笔交易按期履约的全部责任，从而简化了结算手续，促进了交易，提高了交易效率。

3. 管理会员资金，控制市场风险

交易所结算机构管理所有会员的基础保证金、交易保证金，以确保所有期货交易得以履行，保证期货市场的健全性和财务完整性。各交易所结算机构都实行严格的结算保证金和每日无负债结算制度。交易所制定了最低保证金标准，会员公司或其客户成交结算一张期货合约必须向交易所结算机构交纳最低保证金。同时，为了保证会员经纪公司的利益，经纪公司向其客户征收的保证金一般要高于交易所对会员收取的保证金水平。这样，有了一系列严格的制度和程序，保证了期货市场的正常运转，防止造成巨额亏空和清算的混乱。

4. 监管期货交易的实物交割

交易所一般不负责实际商品交割的全过程，而只是为需要交割现货的买卖双方制定交割细则，负责相应的账目往来划转，在期货交易中，所有合约都必须通过对冲或进行实物交割来平仓了结。

（二）期货结算所的管理制度

期货交易所在规范化的发展过程中，建立起了一整套行之有效的规章制度，保证了期货业务活动的正常开展。

1. 登记结算制度

期货交易所规定，凡经期货交易所成交的期货合约，必须在规定交易结算机构登记结算后才为合法交易。如果结算会员为了逃避缴纳结算费用或其他费用，将其代理买卖的期货合约自行结算或抵消，就属于违纪行为，会受到查究和惩罚。

2. 结算保证金制度

结算所采用保证金制，要求结算会员向客户收取一定数额的保证金存入结算所作为合约履行的保证。保证金水平由理事会根据所内有关委员会建议酌定，其与市场风险大小相关，一般为合约面值的 5% ~ 10%，它还与每日期货合约中多头与空头的比例有关。每日结束，结算所即以收盘价计算出每笔交易合约净值，增者可退，减者可补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 无负债结算制度

交易结算所根据每种期货在交易日最后时刻所达到的最高价格和最低价格的平均价、或者当天交易日的加权平均价，作为结算价格，用以结算期货合约差价和盈亏，盈余部分可返还期货交易者或在交易结算所结存，亏损部分经由结算会员补交，若结算会员保证金账户上的保证金金额仍高于最低保证金水平则交易仍可进行；反之，则不允许进行下一次交易。这种做法可以保证期货交易的无负债性，这种每天核算缴付保证金的财会制度称为无负债结算制度。

4. 风险处理制度

期货交易的获利机会很多，但相对于其他类型的交易方式来说，期货交易的风险也是十分突出的。为控制风险，各期货交易所都有相应的涨停跌停板制度，以避免大的风险；相应地，各交易结算所也都有风险处理制度。当结算会员破产或由于其他原因不能履约时，交易结算所可采取相应措施进行处理。首要措施就是将该会员账户上的一切期货合约进行平仓、转让，如果仍然入不抵出，就动用该会员在交易结算所的结算保证金来抵补。如果结算保证金也不能弥补亏损，那么就动用该结算会员存放在交易结算所的担保基金，最后，若还不足以弥补亏损，就要动用交易所的资本金了。交易结算所本身是一个非赢利机构，即以全体结算会员的资信和财力对期货交易提供担保。

这种风险处理办法，要求结算会员对其全部客户的所有交易负责。若客户不能及时履约，那么结算会员负有赔偿责任，并要求代客户履约。

5. 最高持仓制度

为了防止期货市场价格大幅波动，避免大的市场风险，各交易结算所一般都限制每一结算会员在一定时间内所拥有的最大合约数量，并逐日进行审查，这就是最高持仓制度。如果结算会员的持有合约超过了最高持仓限度，交易结算所会通过提高其所持合约的保证金金额等措施加以限制和制约。

## 三、期货经纪公司

（一）期货经纪公司的概念

期货经纪公司是依法设立，接受客户委托，按照客户的指令，以自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



名义为客户进行期货交易并收取交易手续费的中介组织。其交易结果由客户承担。作为交易者与期货交易所之间的桥梁，期货经纪公司具有如下职能：根据客户指令代理买卖期货合约、办理结算和交割手续；对客户账户进行管理，控制客户交易风险；为客户提供期货市场信息，进行期货交易咨询，充当客户的交易顾问。

经纪公司起着投资者与交易所之间的重要纽带作用，期货交易买卖双方的最终成交是在期货交易所内完成的，尽管每一个交易者都希望直接进入期货市场进行交易，但是由于期货交易的高风险性，决定了期货交易所必须制定严格的会员交易制度，非会员不得人场交易，于是就产生了严格的会员交易制度与吸引更多交易者、扩大市场规模之间的矛盾。解决这一矛盾的办法，就是要容许一部分具备条件的会员接受客户的委托，代理客户进行期货交易。这样，作为期货市场中介组织的期货经纪公司便应运而生。

（二）期货经纪公司的管理

为了保护投资者利益，增强期货经纪公司的抗风险能力，各国政府期货监管部门及期货交易所都制定有相应的规则，对期货经纪公司的行为进行约束和规范。在我国，对期货经纪公司的行为规定主要有以下内容：如实、准确地执行客户交易指令；不得挪用客户资金；为客户保守商业秘密；不得制造、散布虚假信息等进行信息误导；不得接受客户的全权交易委托；不得承诺与客户分享利益和共担风险；禁止自营期货交易业务；必须严格区分自有资金和客户资金；不得在交易所场外对冲客户委托的交易。

在我国，期货经纪公司是按照《公司法》、《期货交易管理暂行条例》及《期货经纪公司管理办法》的规定成立的企业法人。设立期货经纪公司，除了必须符合《公司法》规定的成立条件外，还必须符合注册资本限额，高级管理人员任职资格，业务人员从业资格，经纪业务规则，财务会计制度，风险管理，内部控制制度，经营场地等方面的特殊条件和要求。设立期货经纪公司，必须经中国证监会审核批准，取得《期货经纪业务许可证》，并在国家工商行政管理局办理工商登记。未经中国证监会批准，任何单位和个人不得设立或者变相设立期货经纪公司。经国务院或者国务院授权部门批准的全国性期货经纪公司，应当直接向国家工商局申请登记注册；其他期货经纪公司应经所在地省、自治区、直辖市工商局初审后，报国家工商局核准登记注册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




根据国务院有关规定，我国对期货经纪公司实行许可证制度，获得期货代理业务资格的期货经纪公司必须符合下列条件:（1）有符合规定的公司名称;（2）有规范的公司章程;（3）有固定的场所和合格的通讯设施;（4）注册资金在1000万元人民币以上;（5）有与经营业务相适应的从业人员，其中专职期货经纪人不得少于20人;（6）法定代表人及其他高级管理人员符合国家有关规定;（7）有完善的组织机构和健全的财会制度;（8）法律、法规规定的其他条件。

（三）期货经纪公司的职能和作用

期货经纪公司规模各异，组织结构亦不尽相同，但一般包括财务部、客户服务部、交易部、结算部、现货交割部、研发部、行政管理部等部门。根据目前的规定，期货经纪公司只能代理最终客户交易，不能从事自营业务或代理其他期货经纪公司交易。

期货经纪公司作为交易者与期货交易所之间的桥梁和纽带，一般具有如下职能:

1. 根据客户指令代理买卖期货合约、办理结算和交割手续;
2. 对客户账户进行管理，控制客户交易风险;
3. 为客户提供期货市场信息，进行期货交易咨询，充当客户的交易顾问等。

期货经纪公司在期货市场中的作用主要体现在以下几个方面:

1. 期货经纪公司接受客户委托代理期货交易，拓展市场参与者的范围，扩大市场的规模，节约交易成本，提高交易效率，增强期货市场竞争的充分性，有助于形成权威、有效的期货价格;
2. 期货经纪公司有专门从事信息搜集及行情分析的人员为客户提供咨询服务，有助于提高客户交易的决策效率和决策的准确性;
3. 期货经纪公司拥有一套严密的风险控制制度，可以较为有效地控制客户的交易风险，实现期货交易风险在各环节的分散承担。

## 四、期货市场交易者

期货交易者，指为了规避风险而参与期货交易的套期保值者，或为获得投机利润的期货投机者。他们通过期货经纪公司（或自身就是期货交易所的自营会员）在期货交易所进行期货交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（一）套期保值者

“套期保值”是英语“Hedge”的译称，在香港，通常将“Hedge”翻译成“对冲”，它的具体含义是指：交易者因担心现货资产价格变动引发的风险而在期货市场上做一相反的买卖，将现货资产价格变动的风险对冲掉，从而实现锁定现货资产价格的目的。

套期保值者（hedger）就是拥有或计划拥有诸如玉米、大豆、小麦、政府债券等现货商品，并担心在现货市场实际买卖这些商品前价格会出现不利变动的个人或公司。套期保值者通过在期货市场买卖与现货商品相同的期货合约，并在将来某一时间通过卖买另一相同期货合约对冲手中所持的空盘合约，通过此种方法来避免价格变动对现货市场交易造成的损失。套期保值者大多是生产商、加工商、库存商以及贸易商和金融机构，其原始动机是期望通过期货市场寻求价格保障，尽可能消除不愿意承担的现货交易的价格风险，从而能够集中精力于本行业的生产经营业务上，并以此取得正常的生产经营利润。

套期保值者的基本操作方法：

1. 生产者的卖期保值

不论是向市场提供农副产品的农民，还是向市场提供铜、锡、铅、石油等基础原材料的企业，作为社会商品的供应者，为了保证其已经生产出来准备提供给市场或尚在生产过程中将来要向市场出售商品的合理的经济利润，以防止正式出售时价格的可能下跌而遭受损失，可采用卖期保值的交易方式来减小价格风险，即在期货市场以卖主的身份售出数量相等的期货作为保值手段。

2. 经营者卖期保值

对于经营者来说，他所面临的市场风险是商品收购后尚未转售出去时，商品价格下跌，这将会使他的经营利润减少甚至发生亏损。为回避此类市场风险，经营者可采用卖期保值方式来进行价格保险。

3. 加工者的综合套期保值

对于加工者来说，市场风险来自买和卖两个方面。他既担心原材料价格上涨，又担心成品价格下跌，更怕原材料上升、成品价格下跌局面的出现。只要该加工者所需的材料及加工后的成品都可进入期货市场进行交易，那么他就可以利用期货市场进行综合套期保值，即对购进的原材料进行买期保值，对其产品进行卖期保值，就可解除他的后顾之忧，锁牢其加工利润，从而专门进行加工生产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了更好地实现套期保值目的，套期保值者交易时应遵循以下基本原则和策略：

1. 坚持“均等相对”的原则。“均等”，就是进行期货交易的商品必须和现货市场上将要交易的商品在种类上相同或相关数量上相一致。“相对”，就是在两个市场上采取相反的买卖行为，如在现货市场上买，在期货市场则要卖，或相反。

2. 品种相同原则。即期货合约代表的标的物与需保值的资产的品种、质量、规格等方面相同，例如，对绿豆保值应用绿豆期货。

3. 时间相同或相近原则。即指期货交易应与现货交易同步，在现货交易开始就应建立期货头寸，而现货交易结束时，当即对期货进行平仓操作。

4. 应选择有一定风险的现货交易进行套期保值。如果市场价格较为稳定，那就不需进行套期保值，进行保值交易是需支付一定费用的，比较净冒险额与保值费用，最终确定是否要进行套期保值。

5. 根据价格短期走势预测，计算出基差（即现货价格和期货价格之间的差额）预期变动额，并据此做出进入和离开期货市场的时机规划，并予以执行。

（二）投机者

套期保值者进行套期保值操作的目的是为了对冲现货市场价格变动的风险，可以说，他们是风险厌恶者。而对投机者来说，情况恰恰相反，从一开始，他们就是偏爱风险。

投机者是指在期货市场上通过“买空卖空”、“卖空买空”，希望以较小的资金来博取较大利润的投资者。他们愿意承担期货价格变动的风险，一旦预测期货价格将上涨，投机者就会买进期货合同；一旦预测期货价格将下降，投机者就会卖出期货合同，待价格与自己预料的方向变化一致时，再抓住机会进行对冲。通常投机者在期货市场上要冒很大的风险。

投机者与套期保值者相比，其期货交易具有以下特点：

1. 以获利为目的

投机者在期货市场上，试图低价买进（做多）高价卖出或高价卖出（做空）低价买进来赚钱，他们的根本目的就是获利，这是投机者和套期保值者最根本的区别。

2. 不需要实物交割

投机者并没有什么商品需要保值，也就不需要进行实物交割，他们只关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



心期货合约的买卖价差，频繁买进卖出合约以期最大可能地获利。

3. *承担风险，有盈有亏*

期货市场的风险是客观存在的，套期保值者需要转移价格变动风险，投机者便成为这种风险的承担者。但是，我们不要忘了，获利只是投机者的希望，希望能否实现，则取决于对市场价格变动的判断。如果这种判断符合实际情况，则可以获得投机利润；反之，则面临亏损的可能。

4. *交易规模较大，交易频繁*

投机为市场提供了大量交易资金，同时降低了市场的交易成本。这样又吸引了新的投机者加入，从而使市场的交易量大为增加，交易比较频繁，使市场具有更大的流动性。

5. *交易方式多样*

由于买空和卖空的风险太大，因而投机交易发展了各种套利交易方式，企图将交易风险限定在一定程度内。

投机者是期货市场中的活跃力量。他们通过对价格的预测，积极地参与卖空买空活动，不仅增加了交易次数，提高了市场流动性，也因为增加了价格波动机会而使套期保值者的交易更容易实现。

## 五、 期货市场监管者

在我国，扮演市场监管者角色的是中国证券监督管理委员会和中国期货业协会。

（一）中国证券监督管理委员会

国务院在《期货交易管理暂行条例》中规定，“中国证券监督管理会（以下简称 中国证监会）对期货市场实行集中统一的监督管理”。显然，中国证监会是经政府授权的法定监管部门，履行法定监管职责。

在中国证监会内部，专门设有期货监管部。期货监管部是中国证监会对期货市场进行监督管理的职能部

**中国证券监督管理委员会**
China Securities Regulatory Commision（CSRC）
网址：http：//www.csrc.gov.cn/n575458/index.html
地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 A 座
邮编：100140
电话：010−66210166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



门。主要职责有：草拟监管期货市场的规则、实施细则；审核期货交易所的设立、章程、业务规则、上市期货合约并监管其业务活动；审核期货经营机构、期货清算机构、期货投资咨询机构的设立及从事期货业务的资格并监管其业务活动；审核期货经营机构、期货清算机构、期货投资咨询机构高级管理人员的任职资格并监管其业务活动；分析境内期货交易行情，研究境内外期货市场；审核境内机构从事境外期货业务的资格并监督其境外期货业务活动。期货监管部下设综合处、交易所监管处、经纪公司监管处、境外期货监管处和市场分析处五个处。

（二）中国期货业协会

期货行业协会是依法成立的期货行业自律性组织，其会员由期货行业的从业机构和个人组成，是保障期货投资者利益、协调行业机构利益的重要工具，是联系期货经营机构和政府的重要桥梁和纽带，是政府对期货市场进行宏观调控管理的得力助手，是“政府—协会—交易所”三级管理体系的重要组成部分。期货行业协会从保护行业内部公平竞争、促进行业整体的健康发展以及维护行业长远利益的目标出发，对全体会员及其市场交易行为实施管理。

> **中国期货业协会**
> China Futures Association（CFA）
> 网址：http ：//www.cfachina.org/index.php?id=1
> 地址：北京市西城区金融大街 33 号通泰大厦 C 座八层
> 邮编：100140
> 联系电话：010−88087239
> 传真电话：010−88087060
> 电子邮箱：cfa@cfachina.org

期货行业协会的管理是交易所管理与国家管理之间的一种重要补充，它比国家管理有更多的灵活性和针对性，比交易所管理又有更大的强制性和社会性。特别是政府有关机构授予它一定的权限（例如资格认证权），使它的管理更具权威性，部分地代替了国家管理的职能。

中国期货业协会成立于 2000 年 12 月 29 日，协会的注册地和常设机构设在北京。协会最早筹建于 1995 年，是根据《社会团体登记管理条例》设立的全国期货行业自律性组织，为非营利性的社会团体法人。协会接受中国证监会和国家社会团体登记管理机关的业务指导和管理。

协会由以期货经纪机构为主的团体会员、期货交易所特别会员和在期货行业从业的个人会员组成。会员大会是协会的最高权力机构，每三年举行一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次。理事会是会员大会闭会期间的协会常设权力机构，对会员大会负责，理事会每年至少召开一次会议。理事会设二十五到三十名理事，包括会员理事和特别会员理事。

## 第二节 期货交易规则与流程

如果你已经决定在期货市场上进行投资，那么你应该了解，期货合约到底是个什么样的东西，期货市场有哪些基本制度，以及要办理哪些手续和怎样进行结算等基本交易常识，做到知己知彼。

### 一、期货合约

（一）期货合约的基本概念

在谈论合约时，人们很自然地认为，合约就是印得密密麻麻的一纸文书。诚然，期货合约确实涉及大量的文件和文书工作，但是期货合约并非一纸文书。期货合约是通过期货交易所达成的一项具有法律约束力的协议，即同意在将来买卖某种商品的契约。用术语来表达，期货合约就是期货交易的买卖对象或标的物，是由期货交易所统一制定的，规定了某一特定的时间和地点交割一定数量和质量商品的标准化合约。

期货合约的主要特点是什么?

1. 期货合约的商品品种、数量、质量、等级、交货时间、交货地点等条款都是既定的，是标准化的，唯一的变量是价格。期货合约的标准通常由期货交易所设计，经国家监管机构审批上市。

2. 期货合约是在期货交易所组织下成交的，具有法律效力。期货价格是在交易所的交易厅里通过公开竞价方式产生的。国外大多采用公开叫价方式，而我国均采用电子撮合交易。

3. 期货合约的履行由交易所担保，不允许私下交易。

4. 期货合约可通过交收现货或进行对冲交易履行或解除合约义务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




（二）期货合约的组成要素

1. 交易品种

期货交易品种，是指期货合约的标的物，如期货合约所代表的小麦、大豆等。并不是所有的商品都适合做期货交易，在众多的实物商品中，只有具备下列属性的商品才有可能作为期货合约的上市品种：

（1）价格波动大。只有商品的价格波动较大，有意回避价格变动风险的交易者才需要利用远期价格先把价格确定下来。比如，有些商品实行的是垄断价格或计划价格，价格基本不变，商品经营者就没有必要利用期货交易来回避价格风险或锁定成本。

（2）供需量大。期货市场功能的发挥是以商品供需双方广泛参加交易为前提的，只有现货供需量大的商品才能在大范围进行充分竞争，形成权威价格。

（3）易于分级和标准化。期货合约事先规定了交割商品的质量标准，因此，期货品种必须是质量稳定的商品，否则就难以进行标准化。

（4）易于储存、运输。商品期货一般都是远期交割的商品，这就要求这些商品易于储存、不易变质、便于运输，保证期货实物交割的顺利进行。

2. 交易单位

交易单位是指在期货交易所交易的每手期货合约代表标的商品的数量。例如，上海期货交易所规定，一手铜期货合约的交易单位为 5 吨，在交易时，只能以交易单位的整数倍进行买卖。确定期货合约交易单位的大小，主要应当考虑合约商品的市场规模、交易者的资金规模、期货交易所会员结构以及该商品现货交易习惯等因素。一般来说，某种商品的市场规模越大，交易者的资金规模就越大，则该合约的交易单位就可以设计得大一些，反之则小。

3. 报价单位

报价单位是指在期货交易所中进行公开竞价时对期货合约所采用的单位，即每一计量单位的货币数量，如，黄金的报价单位用多少元（人民币）/ 克来表示。

4. 最小变动价位

最小变动价位是期货合约的单位价格涨跌变动的最小值，每次报价时价格的变动必须是这个最小变动价位的整数倍。最小变动价位的确定，通常取决于该合约商品的种类、性质、市场价格波动情况和商业规范等。例如，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



连商品交易所大豆期货合约的最小变动价位为 1 元 / 吨，也就是说，当你买卖大豆期货时，不可能出现 2188.5 元 / 吨这样的价格。

5. 合约月份

合约月份是指某种期货合约到期要交割的月份，某种期货合约月份的确定，一般由交易所根据其生产、使用、消费等特点规定，期货交易者可自由选择交易不同合约月份的期货合约。例如 2007 年 1 月 5 日，沪深 300 指数期货同时有 IF0701、IF0702、IF0703 与 IF0706 四个月份合约在交易。“IF” 为交易代码，“07” 表示 2007 年，“01” 表示 1 月，“0701” 表示 2007 年 1 月份到期交割的合约。1 月份合约到期交割后，IF0702 就成为最近月份合约，同时 IF0709 合约挂牌。上市合约就变为 0702、0703、0706、0709。

6. 交易时间

期货合约的交易时间是固定的，每个交易所对交易时间都有严格的规定。一般每周营业五天，周六、周日及国家法定节假日不再交易。

我国各交易所交易时间为周一至周五上午 9：30 ~ 11：30，下午 13：00 ~ 15：00。但是中国金融期货交易所交易时间有所不同。

沪深证券交易所证券交易时间为每周一至周五 09：30 ~ 11：30，13：00 ~ 15：00（节假日除外）。中国金融期货交易所《沪深 300 指数期货合约》（征求意见稿）中，将沪深 300 指数期货的交易时间设计得比证券交易时间稍长些，为 09：15 ~ 11：30，13：00 ~ 15：15（最后交易日除外）。早开盘迟收盘的交易时间安排，便于期货市场更充分地反映股票市场信息，方便投资者根据股票资产及价格情况进行投资策略的调整，也便于套期保值业务的开展。因此，投资者要注意，股指期货交易时间与股票现货市场不一致。股票现货交易收盘后，股指期货的投资者仍然要盯盘，继续关注股指期货市场的情况，了解自己的持仓和价格变动。

7. 最后交易日

最后交易日是指某一期货合约在合约交割月份中进行交易的最后一个交易日。每种期货合约都有一定的月份限制，到了合约月份的一定日期，就要停止合约的买卖，准备进行实物交割。例如，大连商品交易所规定，大豆期货的最后交易日为合约月份的第十个交易日。

8. 交割时间

交割时间指该期货合约规定进行实物交割的时间。我国期货交易所规定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的交割时间为合约月份的16日至20日。因最后交易日遇法定假日顺延的或交割期内遇法定假日的，均相应顺延交割期，保证有五个交割日。该五个交割日分别称为第一、第二、第三、第四、第五交割日，第五交割日为最后交割日。

第一日为配对日。凡持有标准仓单的卖方会员均可在交割月第一个交易日至最后交易日的交易期间，通过席位提出交割申请。没有进行仓单质押的交割申请提出后，释放相应的交易保证金；卖方会员在当日收市前可通过席位撤销已提出的交割申请，撤销交割申请后，重新收取相应的保证金。交割月买方会员无权提出交割申请。交易所根据卖方会员的交割申请，于当日收市后采取计算机直接配对的方法，为卖方会员找出持该交割月多头合约时间最长的买方会员。交割关系一经确定，买卖双方不得擅自调整或变更。

第二日为通知日。买卖双方在配对日的下一交易日收市前到交易所签领交割通知单。

第三日为交割日。买卖双方签领交割通知的下一个交易日为交割日。买方会员必须在交割日上午九时之前将尚欠货款划入交易所账户。卖方会员必须在交割日上午九时之前将标准仓单持有凭证交到交易所。

9. 交割标准和等级

商品期货合约规定了统一的、标准化的质量等级，一般采用国家制定的商品质量等级标准，在进行期货交易时，交易双方无须对商品的质量等级进行协商，发生实物交割时按交易所期货合约规定的标准质量等级进行交割。例如，铜的标准等级为符合GB-1997标准的阴极铜，其中主成分铜加银的含量不小于99.95%。

10. 交割地

期货合约为期货交易的实物交割指定了标准化的、统一的实物商品的交割仓库，以保证实物交割的正常进行。一般来说，期货交易所在指定交割仓库时主要考虑的因素为：指定交割仓库所在地区的生产和消费集中程度、储存条件、运输条件以及质检条件等。例如，大连是我国重要的粮食集散地之一，仓储业非常发达，目前，大连商品交易所的指定交割仓库都设在大连。

11. 交易手续费

交易手续费是期货交易所按成交合约金额的一定比例或按成交合约手数收取的费用。交易手续费的收取标准，不同的期货交易所针对不同的品种均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有不同的规定。交易手续费的高低对市场流动性有一定影响。手续费过高，会增加期货市场的交易成本，扩大无套利区间，降低市场的交易量，不利于市场的活跃，但也可起到抑制过度投机的作用。

12. 交割方式

交割方式指交易双方过户交易标的物所有权的实际交付行为，可分为实物交割和现金交割两种方式。实物交割，是指期货合约的买卖双方于合约到期时，根据交易所制订的规则和程序，通过期货合约标的物的所有权转移，将到期未平仓合约进行了结的行为，商品期货交易一般采用实物交割的方式。现金交割，是指到期未平仓期货合约进行交割时，用结算价格来计算未平仓合约的盈亏，以现金支付的方式最终了结期货合约的交割方式。这种交割方式主要用于金融期货等期货标的物无法进行实物交割的期货合约，如股票指数期货合约等。近年，国外一些交易所也探索将现金交割的方式用于商品期货。我国商品期货市场不允许进行现金交割。

我国现行的交割方式：

（1）T+1 交割、交收：是指达成交易后，相应的资金交收与证券交收在成交日的下一个营业日（T+1）完成。目前我国的 A 股、基金券、债券等采用这种交收方式。

（2）T+3 交割、交收：目前我国对 B 股（人民币特种股票）实行 T+3 交割交收方式。

13. 交易代码

为便于交易，每一期货品种都有自己的交易代码，例如，在我国大连商品交易所期货交易中，大豆的交易代码为 S，如果交割月份是 2007 年 11 月，那么交易代码为 S0711；在我国上海期货交易所期货交易中，铜的交易代码为 Cu，如果交割月份为 2007 年 12 月，那么铜的交易代码为 Cu0712。

表 2-1 ~ 表 2-4 是我国目前几个交易所期货合约范例。

**表 2-1 上海期货交易所阴极铜标准合约**

| | |
|---|---|
| 交易品种 | 阴极铜 |
| 交易单位 | 5吨/手 |
| 报价单位 | 元（人民币）/吨 |
| 最小变动价位 | 10元/吨 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




续表

| | |
|---|---|
| 每日价格最大波动限制 | 不超过上一交易日结算价+4% |
| 合约交割月份 | 1～12月 |
| 交易时间 | 上午9:00～11:30　下午1:30～3:00 |
| 最后交易日 | 合约交割月份的15日（遇法定假日顺延） |
| 交割日期 | 合约交割月份的16日至20日（遇法定假日顺延） |
| 交割品级 | 标准品：标准阴极铜，符合国标GB/T467—1997标准阴极铜规定，其中主成份铜加银含量不小于99.95%。<br>替代品：1.高级阴极铜，符合国标GB/T467-1997高级阴极铜规定；<br>2.LME注册阴极铜，符合BS EN 1978：1998标准（阴极铜等级牌号Cu-CATH-1）。 |
| 交割地点 | 交易所指定交割仓库 |
| 最低交易保证金 | 合约价值的5% |
| 交易手续费 | 不高于成交金额的万分之二（含风险准备金） |
| 交割方式 | 实物交割 |
| 交易代码 | CU |
| 上市交易所 | 上海期货交易所 |

**表 2-2　大连商品交易所玉米期货合约**

| | |
|---|---|
| 交易品种 | 黄玉米 |
| 交易单位 | 10吨/手 |
| 报价单位 | 元（人民币）/吨 |
| 最小变动价位 | 1 元/吨 |
| 涨跌停板幅度 | 上一交易日结算价的4% |
| 合约月份 | 1，3，5，7，9，11 月 |
| 交易时间 | 每周一至周五上午9:00～11:30，下午13:30～15:00 |
| 最后交易日 | 合约月份第十个交易日 |
| 最后交割日 | 最后交易日后第二个交易日 |
| 交割等级 | 大连商品交易所玉米交割质量标准 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| | |
|---|---|
| 交割地点 | 大连商品交易所玉米指定交割仓库 |
| 最低交易保证金 | 合约价值的5% |
| 交易手续费 | 不超过3元/手 |
| 交割方式 | 实物交割 |
| 交易代码 | C |

**表 2-3 郑州商品交易所菜籽油期货合约**

| | |
|---|---|
| 交易品种 | 菜籽油 |
| 交易单位 | 5吨/手 |
| 报价单位 | 元（人民币）/吨 |
| 最小变动价位 | 2元/吨 |
| 每日价格最大波动限制 | 不超过上一交易日结算价±4% |
| 合约交割月份 | 1、3、5、7、9、11月 |
| 交易时间 | 每周一至周五（北京时间 法定节假日除外） |
| 上午 9:00～11:30 | |
| 下午 13:30～15:00 | |
| 最后交易日 | 合约交割月份第10个交易日 |
| 最后交割日 | 合约交割月份第12个交易日 |
| 交割品级 | 基准交割品：符合《郑州商品交易所期货交易用菜籽油》（Q/ZSJ 003-2007）四级质量指标及《郑州商品交易所菜籽油交割细则》规定的菜籽油。替代品及升贴水：见《郑州商品交易所菜籽油交割细则》。 |
| 交割地点 | 交易所指定交割仓库 |
| 最低交易保证金 | 合约价值的5% |
| 最高交易手续费 | 4元/手（含风险准备金） |
| 交割方式 | 实物交割 |
| 交易代码 | RO |
| 上市交易所 | 郑州商品交易所 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**表 2-4　沪深 300 股指期货合约表**

| | |
|---|---|
| 合约标的 | 沪深300指数 |
| 合约乘数 | 每点300元 |
| 报价单位 | 指数点 |
| 最小变动价位 | 0.2点 |
| 合约月份 | 当月、下月及随后两个季月 |
| 交易时间 | 上午：9:15～11:30，下午：13:00～15:15 |
| 最后交易日交易时间 | 上午：9:15～11:30，下午：13:00～15:00 |
| 每日价格最大波动限制 | 上一个交易日结算价的±10% |
| 最低交易保证金 | 合约价值的12% |
| 最后交易日 | 合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延 |
| 交割日期 | 同最后交易日 |
| 交割方式 | 现金交割 |
| 交易代码 | IF |
| 上市交易所 | 中国金融期货交易所 |

从公布的规则以及合约内容分析，有十大要点值得关注：一、交易时间较股市开盘早 15 分钟，收盘晚 15 分钟，投资者可利用期指管理风险。二、涨跌停板幅度为 10%，取消熔断，与股票市场保持一致。三、最低交易保证金的收取标准为 12%，当前点位单手合约保证金需 15 ～ 20 万元左右。四、交割日定在每月第三个周五，可规避股市月末波动。五、遇涨跌停板，按“平仓优先、时间优先”原则进行撮合成交。六、每日交易结束后，将披露活跃合约前 20 名结算会员的成交量和持仓量。七、单个非套保交易账户的持仓限额为 100 手，当前点位账户限仓金额约在 1500 万元左右。八、出现极端行情时，中金所可谨慎使用强制减仓制度控制风险。九、自然人也可以参与套期保值。十、规则为期权等其他创新品种预留了空间。

在《中国金融期货交易所交易规则》（征求意见稿）中，有多处关于“期权”的表述，这表明中金所在制定规则之时，也为未来的金融创新预留了空间。

业内人士表示，世界范围内期权交易量数倍于期货，例如韩国的指数期权就是全世界交易最大的品种。在交易规则中“预留伏笔”，为往后推出期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



留下了空间。

对于市场猜测的“上证 50 期指”等新产品，有关方面表示没有这方面进展。从长远发展看，中金所将建立包括股权类、利率类、汇率类的产品体系。当前的主要工作是保证沪深 300 指数期货平稳上市安全运行，尚没有其他相关产品推出想法。

## 二、期货交易制度

期货市场是高度组织化的市场，为保障期货交易的公平、公开、公正和市场的正常平稳运行，必须实行有效的控制，这些控制通过期货交易制度来体现。

主要制度有：

| |
|---|
| 期货保证金制度 |
| 涨跌停板制度（熔断制度） |
| 限仓制度 |
| 大户报告制度 |
| 逐日盯市制度 |
| 交割制度 |
| 信息披露制度 |

### （一）期货保证金制度

在期货市场上，交易者只需按期货合约价格的一定比例交纳少量资金作为履行期货合约的财力担保，便可参与期货合约的买卖，这种资金就是期货保证金。

在我国，期货保证金按性质与作用的不同。可分为结算准备金和交易保证金两大类。结算准备金一般由会员单位按固定标准向交易所缴纳，为交易结算预先准备的资金。交易保证金是会员单位或客户在期货交易中因持有期货合约而实际支付的保证金，它又分为初始保证金和追加保证金两类。

初始保证金是交易者新开仓时所需交纳的资金。它是根据交易额和保证金比率确定的，即初始保证金＝交易金额 × 保证金比率。我国现行的最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保证金比率为交易金额的5%，国际上一般在3%～8%之间。例如，大连商品交易所的大豆保证金比率为5%，如果某客户以2700元/吨的价格买入5张大豆期货合约（每张10吨），那么，他必须向交易所支付6750元（即2700×50×5%）的初始保证金。

交易者在持仓过程中，会因市场行情的不断变化而产生浮动盈亏（结算价与成交价之差），因而保证金账户中实际可用来弥补亏损和提供担保的资金就随时发生增减。浮动盈利将增加保证金账户余额，浮动亏损将减少保证金账户余额。保证金账户中必须维持的最低余额称为维持保证金。当保证金账面余额低于维持保证金时，交易者必须在规定时间内补充保证金，否则在下一交易日，交易所或代理机构有权实施强行平仓。这部分需要新补充的保证金就称追加保证金。

期货交易保证金对于保障期货市场的正常运转具有重要作用：

1. 保证金交易制度的实施，降低了期货交易成本，使交易者用5%的保证金就可从事100%的远期贸易，发挥了期货交易的资金杠杆作用，促进套期保值功能的发挥。

2. 期货交易保证金为期货合约的履行提供财力担保。保证金制度可以保证所有账户的每一笔交易和持有的每一个头寸都具有与其面临风险相适应的资金，交易中发生的盈亏不断得到相应的处理，杜绝了负债现象。因此这一制度的严格执行为期货合约的履行提供了安全可靠的保障。

3. 保证金是交易所控制投机规模的重要手段。投机者和投机活动是期货市场的润滑剂，但过度的投机则会加大市场风险，不利于期货市场的稳健运行。当投机过度时，可通过提高保证金的办法，增大入市成本，以抑制投机行为，控制交易的规模和风险。反之，当期货市场低迷、交易规模过小时，则可通过适量降低保证金来吸引更多的市场参与者，活跃交易气氛。

（二）涨跌停板制度

涨跌停板制度，是指期货合约在一个交易日中的成交价格不能高于或低于以该合约上一交易日结算价为基准的某一涨跌幅度，超过该范围的报价将视为无效，不能成交。

在涨跌停板制度下，前交易日结算价加上允许的最大涨幅构成当日价格上涨的上限，称为涨停板；前一交易日结算价减去允许的最大跌幅构成价格下跌的下限，称为跌停板。因此，涨跌停板又叫每日价格最大波动幅度限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨跌停板的幅度有百分比和固定数量两种形式。如上海金属交易所的铜、铝涨跌停板幅度为3%，涨跌停板的绝对幅度随上日结算价而变动；而郑州商品交易所绿豆合约则是以昨日结算价为基准，上下波动1200元/吨作为涨跌停板幅度。

涨跌停板制度与保证金制度相结合，对于保障期货市场的运转，稳定期货市场的秩序以及发挥期货市场的功能具有十分重要的作用：

1. 涨跌停板制度为交易所、会员单位及客户的日常风险控制提供了必要的条件，涨跌停板锁定了客户及会员单位每一交易日可能新增的最大浮动盈亏和平仓盈亏，这就为交易所及会员单位设置初始保证金水平和维持保证金水平提供了客观准确的依据，从而使期货交易的保证金制度得以有效地实施。一般情况下，期货交易所向会员收取的保证金要大于在涨跌幅度内可能发生的亏损金额，从而保证当日在期货价格达到涨跌停板时也不会出现透支情况。

2. 涨跌停板制度的实施，可以有效地减缓和抑制突发事件和过度投机行为对期货价格的冲击，给市场一定的时间来充分化解这些因素对市场所造成的影响，防止价格的狂涨暴跌，维护正常的市场秩序。

3. 涨跌停板制度使期货价格在更为理性的轨道上运行，从而使期货市场更好地发挥价格发现的功能。市场供求关系与价格间的相互作用应该是一个渐进的过程，但期货价格对市场信号和消息的反应有时却过于灵敏。通过实施涨跌停板制度，可以延缓期货价格波幅的实现时间，从而更好地发挥期货市场价格发现的功能。在实际交易过程中，当某一交易日以涨跌停板收盘后，下一交易日价格的波幅往往会缩小，甚至出现反转，这种现象恰恰充分说明了涨跌停板制度的上述作用。

4. 在出现过度投机和操纵市场等异常现象时，调整涨跌停板幅度往往成为交易所控制风险的一个重要手段。例如，当交割月出现连续无成交量而价格跌停板的单边市场行情时，通过适度缩小跌停板幅度，可以减小价格下跌的速度和幅度，把交易所、会员单位及交易者的损失控制在相对较小的范围之内。

5. 除了设定涨跌停制度，股指期货交易实行熔断机制。熔断机制是指对某一合约在达到涨跌停板之前，设置一个熔断价格，使合约买卖报价在一段时间内只能在这一价格范围内交易。沪深300指数期货合约的熔断价格为前一交易日结算价的正负6%，当市场价格触及6%，并持续一分钟，熔断机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



制启动。在随后的十分钟内，买卖申报价格只能在 6% 之内，并继续成交。超过 6% 的申报会被拒绝。十分钟后，价格限制放大到 10%。设置熔断机制的目的是让投资者在价格发生突然变化的时候有一个冷静期，防止作出过度反应。

（三）限仓制度

限仓制度，是期货交易所为了防止市场风险过度集中于少数交易者和防范操纵市场行为，对会员和客户的持仓数量进行限制的制度。为了使合约期满日的实物交割数量不至于过大，引发大面积交割违约风险，一般情况下，距离交割期越近的合约月份，会员和客户的持仓限量越小。根据不同的目的，限仓又分为以下几种：

1. 根据保证金的数量规定持仓限量。限仓制度最原始的含义，就是根据会员承担风险的能力规定会员的交易规模。在期货交易中，交易所通常会根据会员和客户投入的保证金的数量。按照一定比例给出持仓限量，此限量即为该会员在交易中持仓的最高水平。

2. 对会员的持仓量限制。为了防止市场风险过度集中于少数会员，我国期货交易所一般规定一个会员对某种合约的单边持仓量不得超过交易所此种合约持仓总量（单边计算）的 15%，否则交易所将对会员的超量持仓部分进行强制平仓。此外，期货交易所还按合约离交割月份的远近，对会员规定了持仓限额，距离交割期越近的合约，会员的持仓限量越小。

3. 对客户的持仓量限制。为了防止大户过量持仓，操纵市场，大部分交易所对会员单位所代理的客户实行编码管理，每个客户只能使用一个交易编码，交易所对每个客户编码下的持仓总量也有限制。

（四）大户报告制度

大户报告制度，是与限仓制度紧密相关的另外一个控制交易风险、防止大户操纵市场行为的制度。期货交易所建立限仓制度后，当会员或客户某品种持仓合约的投机头寸达到交易所对其规定的投机头寸持仓限量 80% 以上（含本数）时，必须向交易所申报。申报的内容包括客户的开户情况、交易情况、资金来源，交易动机等等，便于交易所审查大户是否有过度投机和操纵市场行为以及大户的交易风险情况。

（五）逐日盯市制度

期货交易，一方盈利必然来源于另一方的亏损。但盈亏结算并不直接在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易双方间进行，而是由交易所通过在双方保证金账户划转盈亏来实现。当亏损方在交易所保证金账户中的资金不能承担其亏损（在扣除亏损后保证金余额出现负数）时，交易所作为成交合约的担保者，必须代为承担这部分亏损，以保证盈利者能及时地得到全部盈利。这样，亏损方便向交易所拖欠了债务。为防止这种负债现象的发生，逐日盯市、每日无负债结算制度（简称逐日盯市制度）便应运而生了。

逐日盯市制度，是指结算部门在每日闭市后计算、检查保证金账户余额，通过适时发出追加保证金通知，使保证金余额维持在一定水平之上，防止负债现象发生的结算制度。其具体执行过程如下：在每一交易日结束之后，交易所结算部门根据全日成交情况计算出当日结算价，据此计算每个会员持仓的浮动盈亏，调整会员保证金账户的可动用余额。若调整后的保证金余额小于维持保证金，交易所便发出通知，要求在下一交易日开市之前追加保证金，若会员单位不能按时追加保证金，交易所将有权强行平仓。

逐日盯市的结算制度对于控制期货市场风险，维护期货市场的正常运行具有重要作用。

1. 逐日盯市制度对所有账户的交易及头寸按不同品种、不同月份的合约分别进行结算，保证每一交易账户的盈亏都能得到及时的、具体的、真实的反映，为及时调整账户资金、控制风险提供依据。

2. 由于这一制度规定以一个交易日为最长的结算周期，在一个交易日中，要求所有交易的盈亏都得到及时的结算，保证会员保证金账户上的负债现象不超过一天，因而能够将市场风险控制在交易全过程的一个相对最小的时间单位之内。

（六）实物交割制度

实物交割是指当交易所制定的期货合约到期时，交易双方通过该期货合约所载商品所有权的转移，了结到期未平仓合约的过程。商品期货往往通过交易所指定的交割仓库完成实物交割过程，而金融期货大多实行现金交割来代替实物交割。实物交割要收取双方一定的交割费用。

实物交割制度有以下规定：

1. 标准仓单。标准仓单是由交易所统一制定的、交易所指定交割仓库在完成入库商品验收、确认合格后，签发给货物卖方的实物提货凭证。标准仓单经交易所注册后有效。标准仓单采用记名方式，标准仓单合法持有人应妥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



善保管标准仓单。标准仓单的生成通常需要经过入库预报、商品入库、验收、指定交割仓库签发和注册等环节。

2. 定点交割。一般情况下，实物交割发生在交易所指定的交割仓库，货物交割者必须按规定将交割商品运送到指定交割仓库。

3. 仓单交付。卖方交付有效标准仓单，买方支付货款。卖方只有先交付有效标准仓单，然后才能获得货款；买方只有先支付货款，然后才能拥有仓单，到指定交割仓库提取货物。

4. 仓库管理。交割仓库针对交割商品的管理主要有商品审验及开具仓单、交割储备商品的管理、为客户提供配套服务，协助安排交割商品的运输。

5. 仓单可以转让。标准仓单可以按交易所规定进行转让。转让申请由会员单位书面向交易所申报说明转让的数量、单价、转让前后的客户代码及名称等，并加盖会员单位公章。标准仓单转让必须通过会员在交易所办理过户手续，同时结清有关费用。交易所向买方签发新的标准仓单，原标准仓单同时作废。未通过交易所办理过户手续而转让的标准仓单，发生的一切后果由标准仓单持有人负责。

6. 违约处理。在规定交割期限内，卖方未交付有效标准仓单或买方未交付货款或支付不足的，视为违约。交易所对违约按有关规定进行处理。

（七）信息披露制度

信息披露制度指期货交易所按有关规定定期向社会公布期货交易有关信息的制度，信息披露应遵循真实、可靠、准确地原则。

## 三、期货交易流程

（一）选择合适的期货经纪公司

在期货交易所进行交易的只能是期货交易所的会员，即指期货经纪公司会员和非期货经纪公司会员。而普通投资者要从事期货交易都必须通过期货经纪公司进行，所以选择一个合适的经纪公司至关重要。

期货交易者选择期货经纪公司要注意以下几个问题：

1. 寻找合适的期货经纪公司，首先必须强调其合法性问题。期货公司是依照《中华人民共和国公司法》和《期货交易管理条例》规定设立的经营期货业务的金融机构。设立期货公司，应当经国务院期货监督管理机构批准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



> 2010 年累积成交量与成交金额皆排名前四的期货公司
> 国际期货
> 万达期货
> 浙江永安
> 金瑞期货
> 更多期货公司名录可参考“中国期货网”：http://www.qhdb.com.cn/ForwardCompany/Index.aspx

并在公司登记机关登记注册。未经国务院期货监督管理机构批准，任何单位或者个人不得设立或者变相设立期货公司，经营期货业务。

2. 应选择一个能提供准确市场信息和正确投资方案的经纪公司。经纪公司提供的相关商品的研究资料和交易建议对客户做出准确的交易决策非常重要。例如，有些经纪公司与国家部委、统计部门和相关行业建立了良好的协作关系，具有掌握跟踪政策面和基本面变化的有效渠道。

3. 期货公司的信誉也是需要考量的重要方面。一般说来，运作规范、严格遵守“不自营”规定的期货公司的可靠程度比较高。

4. 硬件设施和软件设施也应考虑在内。比如，该公司有哪些信息系统，是否开通自助委托交易，是否开通网上交易，交易速度怎么样；又如，期货经纪公司或营业部是否设有研究咨询部门、可提供的专业信息咨询质量、手续费的收取标准是否合理。

（二）开户流程

投资者一旦选定了某个合适的经纪公司，就可以进入开户阶段。所谓期货交易开户是指期货交易者在期货经纪公司开设的、用于交易履约保证的一个资金信用账户。

1. 开户条件

投资者必须以真实身份办理开户手续，开户对象分为个人户和法人户。个人开户必须出示身份证原件，并且提供复印件，签署时需提供相应的居住地址，联系方式等个人信息，需要提示的是个人户只能从事投机交易。法人户开户需出示营业执照与税务登记的副本原件、法人身份原件及其授权书、开户授权人身份证原件。国有企业或者国有资产占控股地位或者主导地位的企业，还需要出示主管部门或董事会批准进行期货交易的文件等，上述证件、文件要求留存复印件。

按照中国证券监督管理委员会的规定，有下列情况之一的，不得成为期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




货经纪公司客户：

无民事行为能力或者限制民事行为能力的自然人；

期货监管部门、期货交易所的工作人员；

本公司职工及其配偶、直系亲属；

期货市场禁止进入者；

金融机构、事业单位和国家机关；

未能提供法定代表人签署的批准文件的国有企业或者国有资产占控股地位或主导地位的企业；

单位委托开户未能提供委托授权文件的；

中国证监会规定的其他情况。

**2. 期货交易风险说明书**

客户委托期货经纪公司从事期货交易的，必须事先在期货经纪公司办理开户申请。期货经纪公司在接受开户申请表时，须向客户提供《期货交易风险说明书》。个人客户应在仔细阅读并理解之后，在该说明书上签字；单位客户应在仔细阅读并理解之后，由单位法定代表人或授权他人在该说明书上签字并加盖单位公章。

目前，国内各期货经纪公司使用的《期货交易风险说明书》的内容和格式是相同的，是由中国证监会统一制作的。主要内容包括：头寸风险、保证金损失和追加的风险、被强行平仓的风险、交易指令不能成交的风险、套期保值面临的风险和不可抗力所导致的风险等。

**3. 期货经纪合同**

任何期货经纪公司不得为未签订期货经纪合同的客户开立期货交易账户。

《期货经纪合同书》对合同约定双方的权利和义务做出了明确的约定。由于合同书具有法律效应，受到法律保护，双方必须按照合同书的约定履行自己的权利和义务。合同书通常有下列内容：

一、委托；二、保证金；三、强行平仓；四、通知事项；五、指定事项；六、指令的下达；七、报告和确认；八、现货月份平仓和实物交割；九、保证金账户管理；十、信息、培训和咨询；十一、费用；十二、免责条款；十三、合同生效和修改；十四、账户的清算；十五、纠纷处理；十六、其他事宜。

在这些条款中，投资者应该特别关注“三”到“七”的内容。其中“三”是有关风险度量方法及在什么情况下期货经纪公司可以采取的相应措施；四

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是双方约定期货经纪公司如何尽通知义务及怎样认定期货经纪公司已经尽了通知义务；“五”中的指定事项是指“指定指令下达人”、“指定资金调拨人”及“指定联系方式”，注意，如果“指令下达人”和“资金调拨人”不是投资者本人，意味着已经对他人进行了授权，投资者必须对被授权人的行为负责；“六”中的内容是环绕着指令下达方式展开的，如果交易投资者选择电子化交易方式，还需签署相应的补充协议；“七”中的内容则是结算报告的确认或发生异议时如何解决的约定。

4. 申请交易编码和确认资金账号

期货经纪公司为客户进行期货交易，应当按照期货交易所规定的编码规则为客户分配交易编码，并向期货交易所备案。交易所实行客户交易编码登记备案制度，客户在签署合同完毕后，填写期货交易登记表，由期货经纪公司按交易所统一的编码规则进行编号，一户一码，专码专用，不得“混码”交易，期货经纪公司注销客户的交易编码，应当向交易所备案。同时，经纪公司还应向客户分配一个专用的资金账号。

5. 缴纳保证金

投资者在办齐一切手续之后，应按规定缴纳开户保证金，期货经纪公司将投资者所缴纳的保证金存入期货经纪合同中指定的客户账户中，供客户进行交易之用。

期货经纪公司向客户收取的保证金，属于客户所有，期货经纪公司除按照中国证监会的规定为客户向期货交易所交存保证金，进行交易结算外，严禁挪作他用。

客户资金到账后，即可进行期货交易。

# 附件　期货交易风险说明书

## 市场风险莫测　务请谨慎从事

尊敬的客户：

根据中国证监会的规定，现向您提供本《期货交易风险说明书》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进行期货交易风险相当大，可能发生巨额损失，损失的总额可能超过您存放在期货公司的全部初始保证金以及追加保证金。因此，您必须认真考虑自己的经济能力是否适合进行期货交易。

考虑是否进行期货交易时，您应当明确以下几点：

一、您在期货市场进行交易，假如市场走势对您不利导致您的账户保证金不足时，期货公司会按照期货经纪合同约定的时间和方式通知您追加保证金，以使您能继续持有未平仓合约。如您未于规定时间内存入所需保证金，您持有的未平仓合约将可能在亏损的情况下被强行平仓，您必须承担由此导致的一切损失。

二、您必须认真阅读并遵守期货交易所和期货公司的业务规则，如果您无法满足期货交易所和期货公司业务规则规定的要求，您所持有的未平仓合约将可能根据有关规则被强行平仓，您必须承担由此产生的后果。

三、在某些市场情况下，您可能会难以或无法将持有的未平仓合约平仓。例如，这种情况可能在市场达到涨跌停板时出现。出现这类情况，您的所有保证金有可能无法弥补全部损失，您必须承担由此导致的全部损失。

四、由于国家法律、法规、政策的变化、期货交易所交易规则的修改、紧急措施的出台等原因，您持有的未平仓合约可能无法继续持有，您必须承担由此导致的损失。

五、由于非期货交易所或者期货公司所能控制的原因，例如：地震、水灾、火灾等不可抗力因素或者计算机系统、通讯系统故障等，可能造成您的指令无法成交或者无法全部成交，您必须承担由此导致的损失。

六、在国内期货交易中，所有的交易结果须以当日交易所或结算机构的结算数据为依据。如果您利用盘中即时回报的交易结果作进一步的交易，您可能会承担额外的风险。

七、“套期保值”交易同投机交易一样，同样面临价格波动引起的风险。

八、如果您未遵守中国证监会关于期货保证金安全存管的规定，将可能会影响您的期货保证金的安全性。

九、利用互联网进行期货交易时将存在（但不限于）以下风险，您将承担由此导致的损失：

1. 由于无法控制和不可预测的系统故障、设备故障、通讯故障、电力故障、网络故障及其他因素，可能导致交易系统非正常运行甚至瘫痪，使您的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易指令出现延迟、中断、数据错误等情况；

2. 由于网上交易系统存在被网络黑客和计算机病毒攻击的可能性，由此可能导致交易系统故障，使交易无法进行及行情信息出现错误或延迟；

3. 互联网上的数据传输可能因通信繁忙等原因出现延迟、中断、数据错误或不完全，从而使网上交易出现延迟、中断；

4. 如果您缺乏网上交易经验，可能因操作不当造成交易失败或交易失误；

5. 您的密码失密或被他人盗用。

本《期货交易风险说明书》无法揭示从事期货交易的所有风险和有关期货市场的全部情形。故您在入市交易之前，应全面了解期货交易法律法规、期货交易所规则及期货公司的业务规则，对自身的经济承受能力、风险控制能力、身体及心理承受能力（仅对自然人客户而言）做出客观判断，对期货交易作仔细的研究。

（三）下单交易

客户在按规定缴纳开户保证金后，即可开始交易，进行委托下单。所谓下单，是指客户在每笔交易前向期货经纪公司业务人员下达交易指令，说明拟买卖合约的种类、数量、价格等行为。交易指令的内容一般包括：期货交易的品种、交易方向、数量、月份、价格、日期及时间、期货交易所名称、客户名称、客户编码和账户、期货经纪公司和客户签名等。

1. 常用交易指令

国际上常用的交易指令有：市价指令、限价指令、止损指令和取消指令等。我国期货交易所规定的交易指令有两种：限价指令和取消指令，交易指令当日有效。在指令成交前，客户可提出变更或撤销。

（1）市价指令

市价指令是期货交易中常用的指令之一。它是指按当时市场价格即刻成交的指令。客户在下达这种指令时不须指明具体的价位，而是要求期货经纪公司出市代表以当时市场上可执行的最好价格达成交易。这种指令的特点是成交速度快，一旦指令下达后不可更改和撤销。

（2）限价指令

限价指令是指执行时必须按限定价格或更好的价格成交的指令。下达限价指令时，客户必须指明具体的价位。它的特点是可以按客户的预期价格成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交，成交速度相对较慢，有时无法成交。

（3）止损指令

止损指令是指当市场价格达到客户预计的价格水平时即变为市价指令予以执行的一种指令。客户利用止损指令，既可以有效地锁定利润，又可以将可能的损失降低至最低限度，还可以用相对较小的风险建立新的头寸。(目前国内尚没有该指令)

（4）取消指令

取消指令是指客户要求将某一指令取消的指令。客户通过执行该指令，将以前下达的指令完全取消，并且没有新的指令取代原指令。

期货经纪公司对其代理客户的所有指令，必须通过交易所集中撮合交易，不得私下对冲，不得向客户作获利保证或者与客户分享收益。

2. 下单方式

客户在正式交易前，应制定详细周密的交易计划。在此之后，客户即可按计划下单交易。客户可以通过书面、电话或者中国证监会规定的其他方式向期货经纪公司下达交易指令。具体下单方式由如下几种：

（1）书面下单

书面下单：客户亲自填写交易单，填好后签字交由期货经纪公司交易部，再由期货经纪公司交易部通过电话报单至该期货经纪公司在期货交易所场内的出市代表，由出市代表输入指令进行交易所主机撮合成交。

（2）电话下单

电话下单：客户通过电话直接将指令下达到期货经纪公司交易部，再由交易部通知出市代表下单。期货经纪公司须将客户的指令予以录音，以备查证。事后，客户应在交易单上补签字。

（3）网络下单

网络下单：客户通过期货经纪公司提供的交易软件进行下单，将交易指令下达至期货经纪公司服务器，在期货经纪公司核对客户账户、密码无误后将交易指令发送至期货交易所交易系统。

（四）竞价成交

国内期货合约价格的形成方式是：计算机撮合成交 。

计算机撮合成交是根据公开喊价的原理设计而成的一种计算机自动化交易方式，是指期货交易所的计算机交易系统对交易双方的交易指令进行配对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的过程。这种交易方式具有准确、连续等特点。

国内期货交易所计算机交易系统的运行，一般是将买卖申报单以价格优先、时间优先的原则进行排序。当买入价大于、等于卖出价则自动撮合成交，撮合成交价等于买入价（bp）、卖出价（sp）和前一成交价（cp）三者中居中的一个价格。

开盘价和收盘价均由集合竞价产生。

开盘价集合竞价在某品种某月份合约每一交易日开市前5分钟内进行，其中前4分钟为期货合约买、卖价格指令申报时间，后1分钟为集合竞价撮合时间，开市时产生开盘价。收盘价集合竞价在某品种某月份合约每一交易日收市前5分钟内进行，其中前4分钟为期货合约买、卖价格指令申报时间，后1分钟为集合竞价撮合时间，收市时产生收盘价。

交易系统自动控制集合竞价申报的开始和结束并在计算机终端上显示。

集合竞价采用最大成交量原则，即以此价格成交能够得到最大成交量。高于集合竞价产生的价格的买入申报全部成交；低于集合竞价产生的价格的卖出申报全部成交；等于集合竞价产生的价格的买入或卖出申报，根据买入申报量和卖出申报量的多少，按少的一方的申报量成交。

（五）成交回报与确认

当期货经纪公司的出市代表收到交易指令后，确认无误后以最快的速度将指令输入计算机内进行撮合成交。当计算机显示指令成交后，出市代表必须马上将成交的结果反馈回期货经纪公司的交易部。期货经纪公司交易部将出市代表反馈回来的成交结果记录在交易单上并打上时间戳记后，将记录单报告给客户。成交回报记录单应包括以下几个项目：成交价格、成交手数、成交回报时间等。客户对交易结算单记载事项有异议的，应当在下一交易日开市前向期货经纪公司提出书面异议；客户对交易结果单记载事项无异议的，应当在交易结算单上签字确认或者按照期货经纪合同约定的方式确认。客户既未对交易结算单记载事项确认，也未提出异议的，视为对交易结算单的确认。对于客户有异议的，期货经纪公司应当根据原始指令记录和交易记录予以核实。

（六）交易结算

结算是指根据交易结果和交易所有关规定对会员交易保证金、盈亏、手续费、交割货款和其他有关款项进行的计算、划拨。结算包括交易所对会员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




的结算和期货经纪公司会员对其客户的结算，其计算结果将被计入客户的保证金账户。

期货交易所的结算实行保证金制度、每日无负债制度和风险准备金制度等。与期货市场的层次结构相适应，期货交易的结算也是分级、分层的。交易所只对会员结算，非会员单位和个人通过期货经纪公司会员结算。

交易所对会员的结算如下：

1. 每一交易日结束后交易所对每一会员的盈亏、交易手续费、交易保证金等款项进行结算。其核算结果是会员核对当日有关交易并对客户结算的依据，会员可通过会员服务系统于每交易日规定时间内获得《会员当日平仓盈亏表》、《会员当日成交合约表》、《会员当日持仓表》和《会员资金结算表》。

2. 会员每天应及时获取交易所提供的结算结果，做好核对工作，并将之妥善保存。

3. 会员如对结算结果有异议，应在第二天开市前三十分钟以书面形式通知交易所。如在规定时间内会员没有对结算数据提出异议，则视作会员已认可结算数据的准确性。

4. 交易所在交易结算完成后，将会员资金的划转数据传递给有关结算银行。

期货经纪公司对客户的结算如下：

1. 期货经纪公司对客户的结算与交易所的方法一样，即每一交易日交易结束后对每一客户的盈亏、交易手续费、交易保证金等款项进行结算。交易手续费一般不低于期货合约规定的交易手续费标准的 3 倍，交易保证金一般高于交易所收取的交易保证金比例至少 3 个百分点。

2. 期货经纪公司在闭市后向客户发出交易结算单。

3. 当每日结算后客户保证金低于期货交易所规定的交易保证金水平时，期货经纪公司按照期货经纪合同约定的方式通知客户追加保证金，客户不能按时追加保证金的，期货经纪公司应当将该客户部分或全部持仓强行平仓，直至保证金余额能够维持其剩余头寸。

（七）实物交割

实物交割是指期货合约到期时，交易双方通过该期货合约所载商品所有权的转移，了结到期未平仓合约的过程。商品期货交易一般采用实物交割制度。虽然最终进行实物交割的期货合约的比例非常小，但正是这极少量的实物交割将期货市场与现货市场联系起来，为期货市场功能的发挥提供了重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的前提条件。

在期货市场上，实物交割是促使期货价格和现货价格趋向一致的制度保证。当由于过分投机，发生期货价格严重偏离现货价格时，交易者就会在期货、现货两个市场间进行套利交易。当期货价格过高而现货价格过低时，交易者在期货市场上卖出期货合约，在现货市场上买进商品。这样，现货需求增多，现货价格上升，期货合约供给增多，期货价格下降，期现价差缩小；当期货价格过低而现货价格过高时，交易者在期货市场上买进期货合约，在现货市场卖出商品。这样，期货需求增多，期货价格上升，现货供给增多，现货价格下降，使期现价差趋于正常。以上分析表明，通过实物交割，期货、现货两个市场得以实现相互联动，期货价格最终与现货价格趋于一致，使期货市场真正发挥价格晴雨表的作用。

一些熟悉现货流通渠道的套期保值者在实际操作中，根据现货市场的有关信息，直接在期货市场上抛出或购进现货，获取差价。这种期现套做的方法在一定程度上消除了种种非价格因素所带来的风险，客观上起到了引导生产，保证利润的作用。

交割方式如下：

1. 集中性交割：即所有到期合约在交割月份最后交易日过后一次性集中交割的交割方式。

2. 分散性交割：即除了在交割月份的最后交易日过后所有到期合约全部配对交割外，在交割月第一交易日至最后交易日之间的规定时间也可进行交割的交割方式。

交割结算价的确定方式如下：

我国期货合约的交割结算价通常为该合约交割配对日的结算价或为该期货合约最后交易日的结算价。交割商品计价以交割结算价为基础，再加上不同等级商品质量升贴水以及异地交割仓库与基准交割仓库的升贴水。

实物交割程序如下：

实物交割要求以会员名义进行。客户的实物交割需由会员代理，并以会员名义在交易所进行。实物交割的日期为合约到期月份的 16 日至 20 日（节假日顺延）为实物交割期。

1. 买方申报意向。买方在最后交易日（合约交割月份的 15 日）的下一个工作日的 12:00 前，向交易所提交所需商品的意向书。内容包括品名、牌号、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




数量及指定交割仓库名等。

2. 卖方交标准仓单和增值税专用发票。卖方在 18 日 16:00 以前将已付清仓储费用的标准仓单及增值税专用发票交交易所。如 18 日为法定假日则顺延至节假日后的第一个工作日，若是 20 日，则卖方必须在 12:00 前完成交割。

3. 交易所分配标准仓单。交易所根据已有资源，向买方分配标准仓单。不能用于下一期货合约交割的标准仓单，交易所按所占当月交割总量的比例向买方分摊。

4. 买方交款、取单。买方必须在最后交割日 14:00 前到交易所交付货款，交款后取得标准仓单。

5. 卖方收款。交易所在最后交割日 16:00 前将货款付给卖方。

交割违约的处理方式如下：

1. 交割违约的认定

期货合约的买卖双方有下列行为之一的，构成交割违约：

在规定交割期限内卖方未交付有效标准仓单的；

在规定交割期限内买方未解付货款的或解付不足的

卖方交付的商品不符合规定标准的。

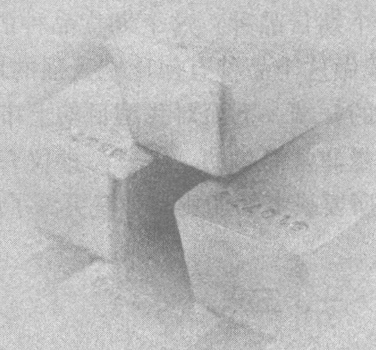
2. 交割违约的处理

会员在期货合约实物交割中发生违约行为，交易所应先代为履约。交易所可采用征购和竞卖的方式处理违约事宜，违约会员应负责承担由此引起的损失和费用。交易所对违约会员还可处以支付违约金、赔偿金等处罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第三章
# 商品期货主要品种



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1998 年，在中国期货市场再次进行清理整顿之后，国内期货交易所减少为 3 家，即上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所，商品期货交易品种也由原来的 35 个减少到 12 个。目前，我国上市品种达 21 个。其中，在大连商品交易所上市的期货品种有玉米、黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆油、棕榈油、聚乙烯、聚氯乙烯；在上海期货交易所上市的品种有铜、铝、天然橡胶、燃料油、锌、黄金；在郑州商品交易所上市的品种有菜籽油、小麦、棉花、白砂糖、PTA、绿豆。但是，与发达国家期货市场相比，我国上市的品种还是过少，不能满足经济发展和现货相关行业的需求，严重制约和影响着期货市场经济功能的发挥和行业的自身发展。因此，无论从促进国民经济发展的发展，还是从期货市场生存与发展的角度，都迫切要求建立和完善我国期货品种体系。

我国期货市场经过 10 年探索和实践，大豆、铜、小麦等大宗期货品种运作比较成熟，较好地发挥了经济功能。我国地域辽阔，自然资源丰富，是一些大宗基础性产品如农产品、能源、矿产资源等的主要生产国、消费国和贸易国，并且随着流通体制的改革，许多大宗商品的价格也逐渐放开，生产经营者回避价格风险的需求也日益迫切。因此，积极推进我国大宗商品新品种的开发，成为当务之急。

对于套期保值者，期货品种的选择是不成为问题的。但对于期货投机者，期货合约的选择是一个值得考虑的问题。国内目前就有 21 种期货品种，选择的原则主要是考虑哪一种期货品种较适合自己的投资爱好，能带来更多的收益。这包括：对于期货品种基本面的理解（何种因素会影响价格？如何影响？这些数据的获得成本多大？）、对于期货品种交易者的熟悉（是谁在交易这个期货品种？这个期货品种的“脾气”如何？）、和对于自己优势的理解（我做这个品种有何比别人强的地方？）。选择适合投资品种，投资就有了良好的开端。下面对我国目前上市交易的品种做一些介绍。限于篇幅，这种介绍是非常简单的，每一品种仅有简要介绍。如果读者有投资的决定，有必要对所要投资的期货品种有更深了解。

## 一、玉米

玉米为禾本科，属一年生草本植物，在全球三大谷物中，玉米总产量和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



平均单产均居世界首位。中国的玉米栽培面积和总产量均居世界第二位。玉米占世界粗粮产量的65%以上，占我国粗粮产量的90%。玉米籽粒中含有70～75%的淀粉，10%左右的蛋白质，4～5%的脂肪，2%左右的多种维生素。以玉米为原料制成的加工产品有3000种以上。玉米是制造复合饲料的最主要原料，一般占65～70%。

## 影响玉米价格的主要因素

1. 玉米的供给

从历年来的生产情况看，在国际玉米市场中，美国的产量占40%以上，中国的产量占近20%，南美的产量大约占10%，成为世界玉米的主产区，其产量和供应量对国际市场的影响较大，特别是美国的玉米产量成为影响国际供给最为重要的因素。

2. 玉米的需求

玉米消费主要来自口粮、饲料和工业加工。其中，口粮消费总体变化不大，对市场的影响相对较小；饲料用玉米所占的比例最高，达70%以上，饲料用玉米需求的变化对市场的影响比较大；工业加工用玉米所占比例虽然只占14%左右，但近年来发展很快，年平均用量增加200多万吨，对市场的影响也非常明显。

3. 玉米进出口

玉米进出口对市场的影响非常大。玉米进口会增加国内供给总量，玉米出口会导致需求总量增加。对国际市场而言，要重点关注美国、中国、阿根廷等世界主要玉米出口国和日本、韩国、东南亚等国玉米的进口情况，这些国家玉米生产、消费的变化对国际玉米进出口贸易都有直接影响。

4. 玉米库存

在一定时期内，一种商品库存水平的高低直接反映了该商品供需情况的变化，是商品供求格局的内在反映。

5. 玉米的成本收益情况

玉米的成本收益情况是影响农民种植积极性的主要因素之一，玉米成本对市场价格有一定的影响力，市场粮价过低，农民会惜售；收益情况会影响农民对下一年度玉米种植安排，收益增加，农民可能会增加种植面积，反之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




可能会减少种植面积。

6. 与其他大宗农产品的比价关系

玉米与大豆的种植比价关系、与小麦的消费比价关系最为重要。

7. 金融货币因素

利率变化以及汇率波动已成为各国经济生活中的普遍现象，而这些因素的变化常会引起商品期货行情波动。

8. 经济周期

9. 贮存、运输成本

影响运输成本的原油、海洋运输费率、运输紧张等其他因素变化。

## 二、大豆

大豆属于蝶形花科，别名黄豆。我国许多古书上曾称大豆为菽。大豆按其播种季节的不同，可分为春大豆、夏大豆、秋大豆和冬大豆四类，但以春大豆占多数。春大豆一般在春天播种，十月份收获，十一月份开始进入流通渠道。我国主要分布于东北三省，河北、山西中北部，陕西北部及西北各省（区）。夏大豆大多在小麦等冬季作物收获后再播种，耕作制度为麦豆轮作的一年二熟制或二年三熟制。我国主要分布于黄淮平原和长江流域各省。秋大豆通常是早稻收割后再播种，当大豆收获后再播冬季作物，形成一年三熟制。我国浙江、江西的中南部、湖南的南部、福建和台湾的全部种植秋大豆较多。冬大豆主要分布于广东、广西及云南的南部。这些地区冬季气温高，终年无霜，春、夏、秋、冬四季均可种植大豆。

大豆按种皮的颜色和粒形分五类：黄大豆：种皮为黄色。按粒形又分东北黄大豆和一般黄大豆两类。青大豆：种皮为青色。黑大豆：种皮为黑色。其他色大豆：种皮为褐色、棕色、赤色等单一颜色大豆。最后一种是饲料豆（秣食豆）

## 影响大豆价格的主要因素

1. 大豆季节性供应和需求

大豆受生产周期的影响，一年内价格也呈周期性变化。大豆季节性供应：北方春大豆十月份收获，但由于刚收割的大豆含水分较高，运往南方销区易变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



质，不易储存，需要晒晾后才可外运，故大宗外运要比农民上市迟一个月左右。大豆季节性需求：大豆一年四季都有消费，而且消费量较大，近几年消费需求随人民生活水平的提高有较大幅度的增长。需求的季节性已越来越不明显。

2. 大豆相关产品

大豆的价格与它的后续产品豆油、豆粕及豆粉有直接的关系，这三种产品有其完全不同的使用及需求结构。因此预估大豆产品的需求是大豆需求最主要的因素。

大豆的其它替代品的产量、价格及消费的变化对大豆价格也有影响作用。大豆作为食品其替代品有豌豆、绿豆、芸豆等；作为油籽其替代品有菜籽、棉籽、葵花籽、花生等；作为饲料蛋白有鱼粉等。

3. 国家政策和地方性法规

各种政策和法规可区分为主产国政策、主要消费国政策、国内政策和国内主产区政策。

（1）主产国政策：美国是世界大豆的主产国，其产量占全球总产量的50%以上，美国农业政策是影响大豆供应的一项重要的政策。

（2）主要进口国政策：欧共体是世界大豆的主要进口地区，其进口量约占全球贸易的50%。这些国家的农业政策、进口政策和食品健康安全方面的政策对全球大豆贸易产生举足轻重的影响。例如，九十年代以来，欧洲国家的绿色和平运动要求美国出口欧共体的大豆分离出“基因改良型”大豆，并对“基因改良型”大豆贴上标签。

（3）国内政策：主要指国家对粮食收购实行最低价格保护制度。

## 三、豆粕

豆粕是大豆经过提取豆油后得到的一种副产品。豆粕一般呈不规则碎片状，颜色为浅黄色至浅褐色，味道具有烤大豆香味。豆粕的主要成分为：蛋白质40% ~ 48%，赖氨酸2.5% ~ 3.0%，色氨酸0.6% ~ 0.7%，蛋氨酸0.5% ~ 0.7%。作为一种高蛋白质，豆粕是制作牲畜与家禽饲料的主要原料，豆粕是棉籽粕、花生粕、菜籽粕等12种动植物油粕饲料产品中产量最大，用途最广的一种。豆粕还可以用于制作糕点食品，健康食品以及化妆品和抗菌素原料。

按照提取的方法不同，可以分为一浸豆粕和二浸豆粕两种。其中以浸提法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提取豆油后的副产品为一浸豆粕，而先以压榨取油，再经过浸提取油后所得的副产品称为二浸豆粕。一浸豆粕的生产工艺较为先进，蛋白质含量高，是国内目前现货市场上流通的主要品种。按照国家标准，豆粕分为三个等级（根据蛋白含量），一级豆粕、二级豆粕和三级豆粕。从目前国内豆粕现货市场的情况看，一级豆粕大约占 20%，二级豆粕占 75% 左右，三级豆粕约占 5%。

## 影响豆粕价格的主要因素

1. 豆粕供给因素分析

豆粕供给方面主要由三部分组成：a、前期库存量，它是构成总产量的重要部分。b、当期生产量。豆粕当期产量是一个变量，它受制于大豆供应量、大豆压榨收益、生产成本等因素。c、豆粕的进口量。美国是主要的豆粕出口国。我国对豆粕的进口关税政策直接影响进口量。

在分析豆粕供求情况时，特别要注意的是，储存时间较短。在南方，豆粕的储存时间一般为 3 ～ 4 个月，而在北方可储存 8 个月左右，从而使豆粕在现货市场上周转很快，贸易商都希望在短期内完成交易。一旦储存时间过长，豆粕质量发生变化，厂家只能降价销售。豆粕储存的这一特点决定了，一旦出现集中供货的情况，豆粕的区域性价格就会立即下跌。此外，影响供给的其他因素还有：国内大豆加工能力，替代品（如其他饼粕、玉米等）的相对生产成本等。

2. 豆粕需求因素分析。

豆粕需求通常有国内消费量、出口量及期末商品结存量三部分组成。影响豆粕国内消费量的主要因素有：国内饲料工业发展情况，消费者购买力的变化，人口增长及结构的变化，政府鼓励饲料工业发展的政策等。我国豆粕产量不能满足国内需求，因此没有豆粕出口的情况。

豆粕需求还要考虑国际市场的供求变化，特别是东亚、东南亚国家的需求变化，亚洲国家的消费者食用禽肉、猪肉较多，养殖业、饲料业比较发达，对豆粕的需求量较大。亚洲国家的经济景气状况对豆粕的需求有较大的影响，经济不景气，亚洲地区的进口量就少；经济复苏、增长，豆粕进口量就会增加。

3. 豆粕与大豆、豆油的比价关系

豆粕是大豆的副产品，每 1 吨大豆可以制出 0.2 吨的豆油和 0.8 吨的豆粕，豆粕的价格与大豆的价格有密切的关系，每年大豆的产量都会影响到豆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



粕的价格。

4. 豆粕价格变化的季节性因素。

## 四、豆油

豆油是从大豆中提取出来的油脂，具有一定粘稠度，呈半透明液体状，其颜色因大豆种皮及大豆品种不同而异，从淡黄色至深褐色，具有大豆香味。豆油的主要成分为甘三酯，还含有微量磷酯、固醇等成分。此外，豆油中还富含维生素 E 和维生素 A。其中维生素 E 的含量在所有油脂中是最高的。作为一种营养成分高、产源丰富的油料，豆油以其物美价廉的特点受到世界人民的喜爱。豆油主要用作食用烹饪用油。它和菜籽油一起成为我国烹饪的两大主要用油。另外，豆油除了直接食用外，还可以用于食品加工。豆油可以用来制作多种食用油，如凉拌油、煎炸油、起酥油、人造奶油等。此外，豆油还被用于制造蛋黄酱等食品。豆油经过深加工，在工业和医药方面的用途也十分广泛：在工业方面，豆油经过加工可制甘油、油墨、合成树脂、涂料、润滑油、绝缘制品和液体燃料（生物柴油）。

### 影响豆油价格的主要因素

1. 豆油的供应情况

（1）大豆供应量。豆油作为大豆加工的下游产品，大豆供应量的多寡直接决定着豆油的供应量。我国大豆产量在 1600 万吨左右，其中有接近半数的大豆用于压榨。我国是目前世界上最大的大豆进口国，近年来我国每年从美国、巴西和阿根廷进口的大豆都超过 2，000 万吨。

（2）豆油产量。豆油当期产量受制于大豆供应量、大豆压榨收益、生产成本等因素。

（3）豆油进出口量。随着中国经济的快速发展，人们生活水平的不断提高，豆油的消费量逐年增加，其进口数量也逐年抬高，豆油进口量的变化对国内豆油价格的影响力在不断增强。2006 年以后，随着进口豆油配额的取消，国内外豆油市场融为一体。

（4）豆油库存。豆油库存是构成供给量的重要部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 豆油的消费情况

我国是一个豆油消费大国。近年来，国内豆油消费高速增长，保持了12% 以上的年增长速度。目前，我国植物油生产和消费位居全球前列。近年来，随着城镇居民生活水平的提高，在外就餐的人数不断增加，餐饮行业的景气状况对豆油需求的影响非常明显。

3. 大豆价格、豆粕价格、及豆油替代品如菜籽油、棕榈油、花生油、棉籽油等的价格。

4. 农业、贸易和食品政策的影响

（1）农业政策：国家的农业政策往往会影响到农民对种植品种的选择。如近年来国家通过调整相关产业政策引导农民增加大豆播种面积，从而直接增加了国产大豆产量。

（2）进出口贸易政策：国家进出口贸易政策的改变对于我国豆油进出口总量有着较大的影响。例如：1994 年国家税务总局对进口豆油关税税率进行调整，关税税率从 20% 调减至 13%，同时花生油、棕榈油等其他植物油的关税税率也出现不同程度下调，导致了豆油等植物油进口量大增，豆油的供应量快速增加。

（3）食品政策：近几年，考虑到转基因食品对人体健康的影响，越来越多的国家实施了新的食品政策。这些新的食品政策通过对食品、餐饮行业的影响进而影响了豆油的消费需求。例如，2004 年 5 月 1 日以后，我国实行了新的植物油标准，提高了对植物油的产品质量和卫生安全要求，新增了过氧化值和溶剂残留指标检验。这些政策对豆油价格都构成了一定的影响。

## 五、棕榈油

棕榈油是从油棕树上的棕果中榨取出来的油品。棕榈树原产西非，18 世纪末传到马来西亚，逐渐在东南亚地区广泛种植。目前，东南亚、南美洲、非洲的很多国家都种植棕榈树。棕榈果经水煮、碾碎、榨取工艺后，得到毛棕榈油，毛棕榈油经过精炼，去除游离脂肪酸、天然色素、气味后，得到精炼棕榈油及棕榈色拉油。根据不同需求，通过分提，可以得到 24 度、33 度、44 度等不同熔点的棕榈油。棕榈油具有丰富的营养物质及抗氧化性，在食品工业以及化学工业领域均有广泛应用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



棕榈油具有两大特点，一是含饱和脂肪酸比较多，稳定性好，不容易发生氧化变质。二是棕榈油中含有丰富的维生素 A 和维生素 E。将棕榈油进行分提，使固体脂与液体油分开，其中固体脂可用来代替昂贵的可可脂作巧克力；液体油用作凉拌、烹饪或煎炸用油，其味清淡爽口。大量未经分提的棕榈油用于制皂工业及甘油的生产。棕榈油在世界上被广泛用于餐饮业、食品制造业及油脂化工业。棕榈油在食品工业应用方面，一般被加工成起酥油、人造奶油、氢化棕榈油、煎炸油脂和专用油脂等。

棕榈油在工业运用中主要分两类：一是从棕榈产品中可以直接得到的，如皂类、环氧棕榈油及其多元醇、聚氨酯和聚丙烯酸酯类产品。另外一个是油脂化工类产品，如脂肪酸、酯、脂肪醇、含氮化合物及甘油，而在这几种产品的基础上，还可以通过不同的化学方式生产出各种衍生产品。

## 影响棕榈油价格的主要因素

我国棕榈油主要依靠进口，国内有棕榈油加工（精炼、分提、调和）企业上千家。影响棕榈油价格的国内因素主要是消费方面。棕榈油既可以用于食用消费，也可以用于工业消费，来自贸易商的统计数据显示，我国棕榈油的消费以食用为主，其中 24 度精炼棕榈油为主要品种，占据的市场份额在 60% 以上。由于棕榈油的熔点比较高，因此其消费具有一定的季节性，夏季消费量比较大，冬季较小。消费的季节性直接表现为进口量的季节性。

豆油和菜籽油等替代品的价格都会导致棕榈油价格变化。在植物油品种中，豆油与菜籽油的价格变化高度相关，而棕榈油与豆油、菜籽油价格变化的相关性则要低很多。近年我国棕榈油的食用消费数量基本呈现平稳增长态势。

影响棕榈油供给的因素较多，主要指国际贸易形势、国际能源价格、汇率。棕榈油生产上游棕榈的生产、下游压榨生产企业经营状况等也是影响供给的因素。

例如，1988 年、1994 年，全球出现的厄尔尼诺和拉尼娜等恶劣气候，影响了全球植物油产量，棕榈油出现了几次规模较大的上涨行情。1998 年，由于持续遭遇灾害天气，油籽减产，植物油供应紧张，而需求却出现空前增长，棕榈油价格超过了 2500 元 / 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 六、线型低密度聚乙烯（LLDPE）

聚乙烯（以下简称 PE）是五大合成树脂之一，其产量占世界通用树脂总产量的 40% 以上，是我国合成树脂中产能最大、进口量最多的品种。目前，我国是世界最大的 PE 进口国和第二大消费国。PE 主要分为线型低密度聚乙烯（简称 LLDPE）、低密度聚乙烯、高密度聚乙烯三大类。

线性低密度聚乙烯（LLDPE），是乙烯与少量高级 α - 烯烃（如丁烯 -1、己烯 -1、辛烯 -1、四甲基戊烯 -1 等）在催化剂作用下，经高压或低压聚合而成的一种共聚物，密度处于 0.915 ~ 0.940 克 / 立方厘米之间。

LLDPE 产品无毒、无味、无臭，呈乳白色颗粒，主要应用领域是农膜、包装膜、电线电缆、管材、涂层制品等。LLDPE 由于具有较高的抗张强度、较好的抗穿刺和抗撕裂性能，主要用于制造薄膜。

世界 LLDPE 产能主要集中在北美、亚洲、西欧和中东地区，其中，中东是产能增长最快的地区。分国家看，美国、沙特阿拉伯、加拿大、中国和巴西位居世界产能的前五名，五国产能之和约占世界总产能的 50%。

## 影响 LLDPE 国内市场价格的主要因素

LLDPE 是石油重要的下游产品，也是重要的塑料制品基料和生产农用薄膜的主要原料。LLDPE 作为一个上游供应企业有限、下游加工企业众多的不对称工业品，虽然定价权主要掌握在上游生产商手中，但还是有很多因素影响其市场价格，归纳起来，包括以下几个方面：

### 一、宏观经济发展

宏观经济的健康快速发展，对 LLDPE 市场具有很强的支撑和拉动作用。宏观经济主要是通过影响下游产业的需求，进而影响 LLDPE 市场变化。

### 二、原油价格波动

原油作为 LLDPE 的初始原料，国际原油价格的攀升，直接推动了 LLDPE 市场价格的升高。据统计，LLDPE 市场价格与原油价格不同步，呈等周期滞后。

### 三、乙烯供求影响

由于 LLDPE 是按照“原油—石脑油—乙烯—LLDPE”的路径进行生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的，乙烯的产能、产量、贸易情况及亚洲地区价格等都会对 LLDPE 的市场价格产生直接影响。一般来讲，价格是随着乙烯价格涨跌而涨跌。

四、LLDPE 产能产量

LLDPE 的产能及产量的增长与减少或市场价格有影响。LLDPE 的生产工艺以及每月、季、年度的 LLDPE 产量变化，都会对其市场价格产生影响。

五、国际贸易价格

从全球生产与消费情况分析，目前 LLDPE 在全球范围内基本供求平衡，但由于生产地区与消费地区的不同，存在国家（地区）之间的贸易流和价格差。中东地区是世界最大的 LLDPE 生产地，该地区拥有丰富的原油和天然气资源，原料成本较低，使得从该地区进口的 LLDPE 价格比国际市场平均价格低。另外，我国关税政策调整及海运费价格的变动，对从国外进口的 LLDPE 价格也有着最直接的影响。

六、下游需求变化

LLDPE 的市场价格同样也会随着下游需求的变化而波动，下游消费量增长而供应不足时将会使市场价格上升，下游消费减弱而上游供应充足时市场价格将下降。

七、替代产品价格

当 LLDPE 市场价格较高而替代产品如 LDPE 或 HDPE 价格相对较低时，也会影响价格走低。

八、产品库存变化

库存的变化也会影响 LLDPE 的市场价格，如地区库存量升高，贸易商愿意出货，价格会走低；地区库存量不足，贸易商愿意囤货，将推动价格走高。

## 七、聚氯乙烯（PVC）

聚氯乙烯（Polyvinyl Chloride，PVC），是我国第一、世界第二大通用型合成树脂材料，由于具有优异的难燃性、耐磨性、抗化学腐蚀性、综合机械性、制品透明性、电绝缘性及比较容易加工等特点，目前，PVC 已经成为应用领域最为广泛的塑料品种之一，在工业、建筑、农业、日常生活、包装、电力、公用事业等领域均有广泛应用，与聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚苯乙烯（PS）和 ABS 统称为五大通用树脂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



聚氯乙烯是一种无毒、无臭的白色粉末。它的化学稳定性很高，具有良好的可塑性。除少数有机溶剂外，常温下可耐任何浓度的盐酸、90% 以下的硫酸、50% ~ 60% 的硝酸及 20% 以下的烧碱，对于盐类亦相当稳定；PVC 的热稳定性和耐光性较差，在 140℃以上即可开始分解并放出氯化氢（HCl）气体，致使 PVC 变色。PVC 的电绝缘性优良，一般不会燃烧，在火焰上能燃烧并放出 HCl，但离开火焰即自熄，是一种“自熄性”、“难燃性”物质。基于上述特点，PVC 主要用于生产型材、异型材、管材管件、板材、片材、电缆护套、硬质或软质管、输血器材和薄膜等领域。

根据应用范围不同，PVC 可分为：通用型 PVC 树脂、高聚合度 PVC 树脂、交联 PVC 树脂。PVC 的生产主要有两种制备工艺，一是电石法，主要生产原料是电石、煤炭和原盐；二是乙烯法，主要原料是石油。国际市场上 PVC 的生产主要以乙烯法为主，而国内受富煤、贫油、少气的资源禀赋限制，则主要以电石法为主。

## 影响 PVC 国内市场价格的主要因素

任何一种商品的价格归根结底还是由其供需关系决定，PVC 的供应和需求由下列因素影响。

1. 上游原材料的影响

（1）煤炭、焦炭、电力：由于我国工业用电仍以火力发电为主，焦炭也主要来源于煤炭，所以，三者的价格基本绑定。根据电石法 PVC 的制备成本，吨聚氯乙烯折合电力消耗约为 7000 度左右，折合煤炭消耗量 3 吨左右，能源成本占生产成本比重超过 50%，因此，煤炭、焦炭、电力等能源的价格波动将直接影响 PVC 的市场价格。

（2）原油、乙烯、氯乙烯、二氯乙烷：从世界范围来讲，PVC 的生产仍以乙烯法为主，目前，我国 PVC 主要以电石法为主一是受益于前期电石法的低成本，二是对国外 PVC 实施反倾销和原油的高价运行。随着我国对外实施反倾销的到期，进口料已经开始冲击国内市场。

（3）原盐：原盐的主要消费领域就是氯碱产品的生产，原盐电解后产生的氯部分用于生产 PVC 和其他氯产品，钠部分用于生产纯碱和烧碱。虽然在 PVC 的生产成本中，氯并不是一个主要影响因素，但钠部分却是烧碱和纯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



碱的主要成本。所以，原盐的价格会直接影响碱产品的价格，并影响市场对碱产品的需求，而 PVC 和碱之间存在一个氯碱平衡问题，间接影响 PVC 的供应量，从而影响其价格走势。

2. 影响 PVC 下游需求的因素

（1）房地产行业：PVC 的最大消费领域是型材、异型材和管材，主要用于建筑领域，所以，未来国内房地产市场的发展态势对 PVC 的需求起决定性的作用。另外，我国目前正处于农村城市化进程之中，一些基础设施投资也会对 PVC 的消费有一定的拉动作用。

（2）国内经济走势

（3）塑料制品的出口

除了型材管材以外，PVC 还在塑料容器、玩具及其他产品的包装和日用品（如胶鞋、鞋底、雨披和运动用品）等领域也有广泛应用。据统计，我国每年对外出口 68 亿双鞋子，50%的家电用于出口，这些塑料制品的出口情况对 PVC 的需求也会产生一定的影响。

3. 国家政策的影响

（1）石化行业振兴计划

（2）节能减排行业准入条件

（3）出口退税率和出口限制加工贸易

（4）反倾销政策

## 八、 阴极铜

金属铜，元素符号 Cu，原子量 63.54，比重 8.92，熔点 1083℃。纯铜呈浅玫瑰色或淡红色，表面形成氧化铜膜后，外观呈紫铜色。

铜冶炼技术主要有火法与湿法，以火法冶炼为主，其产量约占世界铜总产量的 85%。1）火法冶炼一般是先将含铜百分之几或千分之几的原矿石，通过选矿提高到 20 ~ 30%，作为铜精矿，在密闭鼓风炉、反射炉、电炉或闪速炉进行造锍熔炼，产出的熔锍（冰铜）接着送入转炉进行吹炼成粗铜，再在另一种反射炉内经过氧化精炼脱杂，或铸成阳极板进行电解，获得品位高达 99.9%的电解铜。该流程简短、适应性强，铜的回收率可达 95%，但因矿石中的硫在造锍和吹炼两阶段作为二氧化硫废气排出，不易回收，易造成污

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



染。2）现代湿法冶炼有硫酸化焙烧—浸出—电积，浸出—萃取—电积，细菌浸出等法。湿法冶炼的推出使铜的冶炼成本大大降低。目前国际上火法炼铜平均成本为 1400 ~ 1600 美元 / 吨，湿法炼铜成本为 800 ~ 900 美元 / 吨。

铜具有许多可贵的物理化学特性，例如其热导率和电导率都很高，化学稳定性强，抗张强度大，易熔接，具抗蚀性、可塑性、延展性。纯铜可拉成很细的铜丝，制成很薄的铜箔。能与锌、锡、铅、锰、钴、镍、铝、铁等金属形成合金。铜是与人类关系非常密切的有色金属，被广泛地应用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域，在我国有色金属材料的消费中仅次于铝。铜在电气、电子工业中应用最广、用量最大，占总消费量一半以上。

## 影响铜价格的主要因素

1. 供求关系

供需关系是影响商品价格的最直接因素。

2. 国际国内经济形势

铜是重要的工业原材料，其需求量与经济形势密切相关。经济增长时，铜需求增加从而带动铜价上升，经济萧条时，铜需求萎缩从而促使铜价下跌。

3. 进出口政策、关税

长期以来由于我国是个铜资源不足的用铜大国，因而在进出口方面一直采取“宽进严出”的政策，铜及铜制品的平均进口税率为 2%，出口税则高达 30%。近两年随着国内铜供求的基本平衡，国家逐步降低出口关税，铜基本可以自由进出口。从而使国内国际铜价互为影响。

4. 国际上相关市场的价格，例如 LME、COMEX 价格

5. 用铜行业发展趋势的变化

消费量是影响铜价的直接因素，而用铜行业的发展则是影响消费量的重要因素。

6. 铜的生产成本

7. 国际对冲基金及其他投机资金的交易方向

8. 相关商品如石油、黄金等价格的波动也会对铜价产生影响

石油与铜都是重要的工业原料，而黄金与铜都属于金属类商品，因而石油与铜、黄金与铜价格之间均具有一定的相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 九、铝

铝是一种轻金属，其化合物在自然界中分布极广，地壳中铝的资源约为 400 ~ 500 亿吨，仅次于氧和硅，居第三位。铝的比重为 2.7，密度为 2.72g/cm$^3$，约为一般金属的 1/3。工业纯铝的力学性能除了与纯度有关外，还与材料的加工状态有关。由于铝的塑性很好，具有延展性，便于各种冷、热压力加工，它既可以制成厚度仅为 0.006 毫米的铝箔，也可以冷拨成极细的丝。通过添加其他元素还可以将铝制成合金使它硬化，强度甚至可以超过结构钢，但仍保持着质轻的优点。

铝锭的生产是由铝土矿开采、氧化铝生产、铝的电解等生产环节所构成。生产氧化铝的铝土矿主要有三种类型：三水铝石、一水硬铝石、一水软铝石。在已探明的铝土矿全球储量中，92%是风化红土型铝土矿，属三水铝石型，这些铝土矿的特点是低硅、高铁、高铝硅比。通常高品位铝土矿采用拜耳法生产，中低品位铝土矿采用联合法或烧结法生产。拜尔法由于其流程简单，能耗低，已成为了当前氧化铝生产中应用最为主要的一种方法，产量约占全球氧化铝生产总量的 95%左右。铝电解生产可分为侧插阳极棒自焙槽、上插阳极棒自焙槽和预焙阳极槽三大类。

在金属品种中，铝仅次于钢铁，为第二大类金属。铝具有特殊的化学、物理特性，不仅重量轻，质地坚，而且具有良好的延展性、导电性、导热性、耐热性和耐核辐射性，是国民经济发展的重要基础原材料。铝作为节能、降耗的环保材料，主要用在建筑业、交通运输业和包装业，这三大行业的铝消费一般占当年铝总消费量的 60% 左右。其他消费领域包括电子电气、家用电器（冰箱、空调）、日用五金等。

### 影响铝价格的主要因素

1. 供求关系

2. 氧化铝供应

氧化铝成本约占铝锭生产成本的 28% ~ 34%。由于国际氧化铝市场高度集中，全球大部分氧化铝（80% ~ 90%）都通过长期合约的方式进行销售，因此可供现货市场买卖的氧化铝少之又少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 电价

电解铝产业又称“电老虎”行业，目前国内外铝厂吨铝平均耗电均控制在 1.5 万 kwh/t 以下。西方国家铝锭生产的经验显示，当电费超过铝生产成本的 30% 时被认为是危险的生产。

4. 经济形势

铝已成为重要的有色金属品种，特别是在发达国家或地区，铝的消费已经与经济的发展高度相关。当一个国家或地区经济快速发展时，铝消费亦会出现同步增长。此外，与铝相关的一些金属价格的波动、国际石油价格的波动、各国产业政策的变化都会对铝价产生影响。

5. 进出口关税、国际汇率

国际上铝的贸易一般以美元进行标价和结算，近年来美元的走势对铝价的影响显而易见。进出口关税对铝价的影响在中国显得尤其突出。中国是氧化铝的进口大国。

6. 铝应用趋势变化

汽车制造、建筑工程、电线电缆等主要行业在铝锭使用面和使用量上的变化，会对铝的价格产生重大影响。

7. 铝生产工艺的改进与革新

随着计算机技术在铝电解行业的迅速应用，使电解槽的设计更趋合理，电槽容量大幅度增加，铝生产成本会继续下降。

## 十、天然橡胶

天然橡胶，是指从橡胶树上采集的天然胶乳，经过凝固、干燥等工序而制成的弹性固状物。天然橡胶是一种以聚异戊二烯为主要成分的天然高分子化合物。天然橡胶在常温下具有较高的弹性，稍带塑性，具有非常好的机械强度，滞后损失小，在多次变形时生热低，因此其耐屈挠性也很好，并且因为是非极性橡胶，所以电绝缘性能良好。

因为有不饱和双键，所以天然橡胶是一种化学反应能力较强的物质，光、热、臭氧、辐射、屈挠变形和铜、锰等金属都能促进橡胶的老化，不耐老化是天然橡胶的致命弱点。天然橡胶有较好的耐碱性能，但不耐浓强酸。由于天然橡胶是非极性橡胶，只能耐一些极性溶剂，而在非极性溶剂中则溶胀，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此，其耐油性和耐溶剂性很差。

天然橡胶按形态可以分为两大类：固体天然橡胶（胶片与颗粒胶）和浓缩胶乳。上海期货交易所天然橡胶合约的交割等级为国产一级标准胶 SCR5 和进口烟片胶 RSS3，其中国产一级标准胶 SCR5 通常也称为 5 号标准胶。胶片按制造工艺和外形的不同，可分为烟片胶、风干胶片、白皱片、褐皱片等。烟片胶是天然橡胶中最具代表性的品种，一直是用量大、应用广的一个胶种，烟片胶一般按外形来分级，分为特级、一级、二级、三级、四级、五级等共六级，达不到五级的则列为等外胶。颗粒胶（即标准胶）是按国际上统一的理化效能、指标来分级的，依杂质之多少分为 5L、5、10、20 及 50 等共五个级别。

由于天然橡胶具有上述一系列物理化学特性，尤其是其优良的回弹性、绝缘性、隔水性及可塑性等特性，并且，经过适当处理后还具有耐油、耐酸、耐碱、耐热、耐寒、耐压、耐磨等宝贵性质，所以，具有广泛用途。例如日常生活中使用的雨鞋、暖水袋、松紧带；医疗卫生行业所用的外科医生手套、输血管、避孕套；交通运输上使用的各种轮胎；工业上使用的传送带、运输带、耐酸和耐碱手套；农业上使用的排灌胶管、氨水袋；气象测量用的探空气球；科学试验用的密封、防震设备；国防上使用的飞机、坦克、大炮、防毒面具。目前，世界上部分或完全用天然橡胶制成的物品已达 7 万种以上。

## 影响天然橡胶价格的主要因素

1. 天然橡胶国际供求情况

全球天然橡胶生产大国是泰国、印度尼西亚、马来西亚、中国、越南和印度，由于中国、印度自身用胶量大，而越南产量绝对数量目前无法与上述三者相比，因此，天然橡胶主要出口国是泰国、印度尼西亚和马来西亚，三国已经于 2002 年成立天然橡胶地区销售联盟，统一实行限产保价措施，并且，越南和斯里兰卡也正积极准备加入该组织。

2. 国际、国内经济大环境

天然橡胶作为一种重要的工业原料，其价格波动与国际、国内经济大环境可以说是休戚相关。

3. 主要用胶行业的发展情况

天然橡胶消费量最大的就是汽车工业，约占天然橡胶消费总量的 65%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而汽车工业的发展带动轮胎制造业的进步。因此，汽车工业以及相关轮胎行业的发展情况将会影响天然橡家的价格。

4. 合成橡胶的生产及应用情况

橡胶替代天然橡胶随着工艺的不断改进，原材料的选用也有变化，许多产品已经做到利用合成橡胶替代天然橡胶。由于合成橡胶属于石化类产品，自然而然，其价格受其上游产品——石油的影响。

5. 其他因素

包括生产因素（季节因素、气候因素、病虫害因素）、汇率变动因素、关税因素。

## 十一、 燃料油

在原油的加工过程中，较轻的组分总是最先被分离出来，燃料油（Fuel Oil）作为成品油的一种，是石油加工过程中在汽、煤、柴油之后从原油中分离出来的较重的剩余产物。燃料油也叫重油、渣油。燃料油广泛用于船舶锅炉燃料、加热炉燃料、冶金炉和其他工业炉燃料。燃料油主要由石油的裂化残渣油和直馏残渣油制成的，其特点是粘度大，含非烃化合物、胶质、沥青质多。

燃料油作为炼油工艺过程中的最后一种产品，产品质量控制有着较强的特殊性。最终燃料油产品形成受到原油品种、加工工艺、加工深度等许多因素的制约。目前我国还没有关于燃料油的强制性国家质量标准，但有行业标准 SH/T0356-1996。

我国燃料油消费的主要方式是以燃烧加热为主，少量用于制气原料。主要集中在发电、交通运输、冶金、化工、轻工等行业。其中电力行业的用量最大，占消费总量的 32%；其次是石化行业，主要用于化肥原料和石化企业的燃料，占消费总量的 25%；第三是交通运输行业，主要是船舶燃料，占消费总量的 22%；近年来需求增加最多的是建材和轻工行业（包括平板玻璃、玻璃器皿、建筑及生活陶瓷等制造企业），占消费总量的 14%；钢铁部门的燃料油消费占全部消费量的比例为 7%左右。从我国石油供需情况看，工业用油占石油消费量的一半，其中燃料油又占工业用油的 35%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 影响燃料油价格的主要因素

1. 国际原油及新加坡燃油价格

燃料油是目前我国石油及石油产品中市场化程度较高的一个品种。我国燃料油市场与国际市场基本接轨。在目前我国燃料油资源的供应总量中，进口资源大约占到50%以上。燃料油已成为除原油以外进口量最大的石油产品。进口燃料油的品种中高硫燃料油大约占80%，中低硫燃料油大约占20%。从进口来源地来看，我国的进口燃料油主要来自周边国家和地区。其中80%以上的进口来自韩国、新加坡和俄罗斯。

国际原油价格主要参照纽约商业交易所（NYMEX）的西德州中质低硫原油（WTI）及伦敦国际石油交易所（IPE）的布伦特原油期货（BRENT）价格。而新加坡作为亚洲的石油交易中心，其燃油基准价也是国内燃油进口的参考价格之一。

2. 国内燃料油供需情况

国内燃料油供应主要分为进口及国内生产，除去进口的60%外，国内燃料油主要由中石油、中石化生产。需求方面，经济发展是带动能源需求的主动力。

3. 汇率因素

国际市场燃料油出口及国际原油价格主要以美元标价，因此美元变动必然带动国际原油价格波动，进而影响燃油价格。

4. 贸易政策

关税的变动也影响着进口成本，从而影响国内及沪燃油价格。

5. 其他因素

包括运输费用，过驳费用，检验费用等影响燃油成本的因素。

## 十二、锌

锌，化学符号为Zn，属化学元素周期表第II族副族元素，是六种基本金属之一。纯锌具有银白色的金属光泽，在自然界中多以硫化物状态存在。但是在空气中锌呈灰蓝色，这是因为锌的化学性质比较活泼，与空气中的水、二氧化碳和氧气发生化学反应生成一层极薄的碱式碳酸锌，这层薄膜保护着里面的锌不再生锈。锌的密度为7.2克/立方厘米，熔点419.5℃，沸点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




906℃，莫氏硬度2.5，其六面体晶体结构稳定性极强，无法改变，但可以加强。锌的化学性质和镉相近，与铜和铅相似，是比较活泼的金属元素。锌较软，仅比铅和锡硬，展性比铜、锡和铅小，比铁大。

锌是人体必需的微量元素之一，是人体多种蛋白质的核心组成部分，它们在生命活动过程中起着转运物质和交换能量的“生命齿轮”作用。锌也是植物生长不可缺少的元素，硫酸锌就是一种常用的微量元素肥料。

锌在有色金属的消费中仅次于铜和铝，锌金属具有良好的压延性、耐磨性和抗腐性，能与多种金属制成物理与化学性能更加优良的合金。原生锌企业生产的主要产品有：金属锌、锌基合金、氧化锌。这些产品用途非常广泛，主要有以下几个方面：(1)镀锌，锌具有优良的抗大气腐蚀性能，所以被主要用于钢材和钢结构件的表面镀层（如镀锌板），广泛用于汽车、建筑、船舶、轻工等行业。(2)制造铜合金材（如黄铜），用于汽车制造和机械行业。锌具有适用的机械性能。锌本身的强度和硬度不高，但加入铝、铜等合金元素后，其强度和硬度均大为提高，尤其是锌铜钛合金的出现，其综合机械性能已接近或达到铝合金、黄铜、灰铸铁的水平，其抗蠕变性能也大幅度被提高。因此，锌铜钛合金目前已被广泛应用于小五金生产中。(3)用于铸造锌合金。用作仪器仪表零件的材料及仪表壳体及钱币。(4)用于制造氧化锌，广泛用于橡胶、涂料、搪瓷、医药、印刷、纤维等工业。(5.)用于制造干电池。

## 影响锌价格的主要因素

1. 供求关系

2. 国际国内经济形势

锌已成为重要的有色金属品种，特别是在发达国家和地区，锌的消费与经济的发展高度相关，而在国内锌与经济的正相关也高于0.9。当一个国家或地区经济快速发展时，锌消费亦出现同步增长。同样，经济的衰退会导致锌在一些行业中消费的下降，进而导致锌价的波动。

3. 进出口关税

由于我国的产业政策是控制高能耗产品的出口，而锌的冶炼中既要焙烧又要电解，对能源的需求较高，因而锌属于国家限制出口的商品。2003年10月锌及锌合金出口退税从原来的15%下降到11%，2005年5月1日起进一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下降到8%，2006年1月1日所有精炼锌出口退税下降到5%，从2006年5月1日起，大于99.99%的精炼锌保持5%的出口退税，其他精炼锌和锌合金退税取消，并加收5%的出口关税。

4. 锌应用趋势变化

目前中国钢材的镀锌率只有20%左右，与日本、美国等发达国家的55%～60%的比例相比还有很大差距。近年来，汽车、家电、高速公路及优质建材等对镀锌板需求上升，使得国内镀锌行业的投资建设迅猛发展。而未来随着铝加工技术的进一步升级，铝对锌的替代性也需要加以注意。

## 十三、黄金

黄金具有良好的导电性和导热性，具有极佳的抗化学腐蚀和抗变色性能力。氧不影响它的高温特性，在1000℃高温下不熔化、不氧化、不变色、不损耗，这是金与其他所有金属最显著的不同。

黄金不同于一般商品，从被人类发现开始就具备了货币、金融和商品属性，并始终贯穿人类社会发展的整个历史，只是其金融与商品属性在不同的历史阶段表现出不同的作用和影响力。

作为人类较早发现和利用的金属，由于黄金稀少、特殊和珍贵，自古以来被视为五金之首。正因为黄金具有这样的地位，长期以来都是财富和华贵的象征，用于金融储备、货币、首饰等。随着社会的发展，黄金的经济地位和商品应用在不断地发生变化，它的金融储备、货币职能在调整，商品职能在回归。随着现代工业和高科技快速发展，黄金在这些领域的应用逐渐扩大，到目前为止，黄金在金融储备、货币、首饰等领域中的应用仍然占主要地位。

黄金的主要用途:（1）国际储备：由于黄金的优良特性，历史上黄金充当货币的职能，如价值尺度、流通手段、储藏手段、支付手段和世界货币。随着社会经济的发展，黄金已退出流通领域。20世纪70年代黄金与美元脱钩后，黄金的货币职能也有所减弱，但仍保持一定的货币职能。目前许多国家，包括西方主要国家国际储备中，黄金仍占有相当重要的地位。（2）珠宝装饰：华丽的黄金饰品一直是社会地位和财富的象征。（3）工业与高新技术产业：由于金所特有的物化性质：具有极高抗腐蚀的稳定性；良好的导电性和导热性；原子核具有较大捕获中子的有效截面；对红外线的反射能力接近100%；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在金的合金中具有各种触媒性质；还有良好的工艺性，极易加工成超薄金箔、微米金丝和金粉，很容易镀到其他金属、陶器及玻璃的表面上；在一定压力下金容易被熔焊和锻焊；可制成超导体与有机金等，使它广泛应用于工业和现代高新技术产业中，如电子、通讯、宇航、化工、医疗等领域。

## 影响黄金价格的主要因素

1. 黄金的供求关系

造成黄金价格剧烈波动的诱因是70年代布雷顿森林体系的瓦解。1973年，尼克松政府宣布不再承诺美元可兑换黄金，金价彻底和美元脱钩并开始自由浮动。从此，黄金价格的波动最大程度地体现了黄金货币和商品属性的均衡影响。

由于黄金有世界储备功能，黄金被当作具有长期储备价值的资产广泛应用于公共以及私人资产的储备中。其中黄金的官方储备占有相当大的比例，目前世界已经开采出来的黄金约15万吨，各国央行的储备金就约有4万吨，个人储备的有3万多吨。因此，世界上黄金官方储备量的变化将会直接影响世界黄金价格的变动。

2. 其他影响因素

（1）世界主要货币汇率：美元汇率是影响金价波动的重要因素之一。由于黄金市场价格是以美元标价的，美元升值会促使黄金价格下跌，而美元贬值又会推动黄金价格上涨。美元强弱在黄金价格方面会产生非常重大的影响。但在某些特殊时段，尤其是黄金走势非常强或非常弱的时期，黄金价格也会摆脱美元影响，走出独自的趋势。

（2）世界政局动荡、战争：世界上重大的政治、战争事件都将影响金价。政府为战争或为维持国内经济的平稳增长而大量支出，政局动荡大量投资者转向黄金保值投资，等等，都会扩大黄金的需求，刺激金价上扬。

## 十四、螺纹钢/线材

钢铁是在人类使用的所有金属材料中，使用量最大、使用范围最广泛的基础材料。其主要原因是铁的储藏量仅次于铝，且大多以巨大的铁矿床存在于自然界中。钢铁具有良好的物理、机械和工艺性能，将镍、铬、钒、锰等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金属作为合金元素加入铁中，可获得具有各种性能的金属材料。

由于钢材的巨大用途，钢材的分类也有很多。其主要方法是：按品质（硫、磷的含量）分为普通钢、优质钢、高级优质钢；按化学成分（碳与其他金属元素的含量）分为碳素钢（低碳钢、中碳钢、高碳钢）、合金钢（低合金钢、中合金钢、高合金钢）；按成形方法分为锻钢、铸钢、热轧钢、冷轧钢；按用途分为建筑及工程用钢、结构钢（机械制造用钢、弹簧钢、轴承钢）、工具钢、特殊性能钢（不锈耐酸钢、耐热钢等）、专业用钢（如桥梁用钢、船舶用钢、锅炉用钢、压力容器用钢、农机用钢等）。

钢与生铁都是以铁元素为主，并含有少量碳、硅、锰、磷、硫等元素的铁碳合金，二者差别就是 C 元素的含量。高炉炼铁是以焦炭为能源基础的传统炼铁方法。它与转炉炼钢相配合，是目前生产钢铁的主要方法。高炉冶炼用的原料主要有铁矿石、燃料（焦炭）、熔剂（石灰石等）。冶炼一吨生铁大概需要品位为 63% 的铁矿石 1.60 ~ 1.65 吨，0.3 ~ 0.6 吨焦炭，0.2 ~ 0.4 吨熔剂。在铁的基础上，经过脱碳、脱磷、脱硫、脱氧等形成钢材。

螺纹钢是表面带肋的钢筋，亦称带肋钢筋，通常带有 2 道纵肋和沿长度方向均匀分布的横肋。横肋的外形为螺旋形、人字形、月牙形 3 种。带肋钢筋在混凝土中主要承受拉应力。带肋钢筋由于肋的作用，和混凝土有较大的粘结能力，因而能更好地承受外力的作用。带肋钢筋广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设。

线材是指直径为 5 ~ 22mm 的热轧圆钢或相当此断面的异形钢，因以盘卷形式交货，故又通称为盘条。根据轧机的不同可分为高速线材（高线）和普通线材（普线）两种。线材的特点是断面小、长度大，对尺寸精度和表面质量要求较高。随着工业的发展，线材的应用领域越来越广。除直接用作建筑钢筋外，还可加工成各类专用钢丝，如弹簧用钢丝、焊丝、镀锌丝、通讯线、钢帘线、钢绞线等；还可加工成其他金属制品，如铆钉、螺钉、铁钉等。凡是需要加工成丝的钢种大都经过热轧线材扎机生产成盘条再拉拔成丝。

以螺纹钢和线材为主的建筑钢材一直占据着我国钢材生产的半壁江山。

## 影响钢材价格变化的主要因素

钢材价格周期性波动是钢铁行业市场周期的综合反映，它是价格一致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



益—投资—产能—供求关系连锁作用的结果。总体来看，影响钢材价格变化主要有以下几个因素：

一、生产成本

这是钢材价格变动的基础。成本包括原材料成本（铁矿石、焦炭、能源成本、水、电、风、气、油等公用介质）、人工成本、设备折旧成本。炼钢的装备及工艺技术水平提高能直接降低成本。

二、供求关系

是影响钢材价格变化的关键因素；

三、市场体系

有缺陷的市场体系可能会放大供求关系的失衡，造成价格的大起大落。

## 十五、早籼稻

稻谷，俗称水稻，是我国大宗粮食品种，分为籼稻和粳稻，籼稻籽粒一般呈长椭圆形和细长形，粳稻籽粒一般呈椭圆形。根据播种期、生长期和成熟期的不同，稻谷又分为早稻、中稻和晚稻三类。早稻几乎是单一的籼稻，即早籼稻。早籼稻是上市最早的一季稻谷，也是当年种植、当年收获的第一季粮食作物。早籼稻用途广泛，既可食用，也可饲用，早籼米消费市场大，农民、部分低收入的城镇居民和打工者以食用早籼米为主，饲料用粮、工业用粮对早籼稻的需求量也较大。

早籼稻可以分为普通早籼稻（常规）和优质早籼稻。普通早籼稻一般用于储备，而优质早籼稻是米粉、酒精、味精、医药等的主要加工原料。优质早籼稻做配米比例也较大。普通早籼稻和优质早籼稻主要根据粒型和腹白区分。稻谷籽粒具有完整的内外颖，使易于变质的胚乳部分受到保护，对虫、霉、湿、热有一定的抵御作用，并且稻谷内外颖水分较米粒低。这些特点，使得稻谷相对易于储藏。由于脂肪（油分）含量较中晚籼稻少，陈化速度慢，早籼稻是稻谷中最耐储存的品种，因而成为各级储备粮的重要储备品种。

### 影响早籼稻价格的主要因素

由于价值较低，用途广泛，不仅作为主要储备用粮，而且工业属性较强，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2004 年起购销市场又完全放开，早籼稻价格不仅受国家政策、早籼稻供需格局等基本面因素影响，也受国家宏观经济形势、收购市场竞争、与其他大宗农产品的比价、种植成本和收益、物流运输成本、国际市场价格以及天气、自然灾害和农民惜售心理等因素的影响。

1. 供给和需求

由于农产品生产具有周期性特点，因而农产品市场也具有较明显的季节性特征。

2. 产业政策

我国 60% 的人口以大米为主食，是世界第一大稻谷生产国和消费国，稻谷的产量和消费量占世界的 30% 以上，具有举足轻重的地位。早籼稻在饲料用粮、特别是工业用粮方面在稻谷中具有行业代表性，其占稻谷饲料用粮、工业用粮的比例分别约 55% 和 92%。尽管早籼稻口粮消费比例较高，但只占稻谷口粮消费量的约 15%、占国内粮食口粮消费量的约 8%。早籼稻只是粮食作物中一个较小的品种。

3. 收购市场竞争

根据历年《早籼稻最低收购价执行预案》规定，中储粮总公司及其有关分公司、地方储备粮公司执行最低价格收购。而且中储粮规定，长江以南地区稻谷储存期限为 2 至 3 年。中央储备粮实行均衡轮换制度，轮换出的早籼稻主要用作工业用粮。每年轮换的数量一般为中央储备粮储存总量的 20% 至 30%，轮空期最长不超过 4 个月，因此，中储粮的轮入轮出周期一般为 3 ~ 6 个月左右。

4. 与其他大宗农产品的比价关系

5. 成本和收益比较

6. 运输等流通环节成本

7. 天气、自然灾害和心理

8. 国际市场价格

## 十六、菜籽油

菜籽油俗称菜油，是以油菜的种子（油菜籽）榨制所得的透明或半透明状的液体，色泽金黄或棕黄。菜油是我国主要食用油之一，也是世界上第三大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



植物油，和豆油、葵花籽油、棕榈油一起，并列为世界四大油脂。菜籽含油率高，可达 35% ~ 45%，其主要用途就是榨油食用。菜油除直接食用外，在工业上用途很广：可以制造人造奶油等食品，在铸钢工业中作为润滑油。一般菜油在机械、橡胶、化工、塑料、油漆、纺织、制皂和医药等方面都有广泛的用途。

## 影响菜油价格的主要因素

1. 我国菜籽供应和价格

（1）我国菜籽种植面积：菜籽种植面积近几年波动较大，主要原因是农民的种植意愿发生了很大的改变。农民种植意愿受上年菜籽收购价格、小麦收购价格及其他因素的影响。小麦与冬油菜播种时间相近，存在争地关系。

（2）天气状况和单产：菜籽单产受天气影响巨大。菜籽在生长过程中，受干旱、低温、洪涝影响较大，尤其在生长后期和收割、脱粒、整晒期，如果遇到遭遇灾害性天气，将会使菜籽品质降低，单产下降，出油率降低。

（3）菜籽收购价格：菜籽收购价格的高低直接影响菜油的生产成本和压榨效益。压榨效益是决定菜油供应量的重要因素之一。如果加工厂的压榨效益一直低迷，那么，一些厂家将会停产，从而减少菜油的市场供应量。另外，每吨菜籽可以压榨出大约 0.38 吨的菜油和 0.6 吨的菜粕。菜粕主要用于淡水养殖业。如果我国淡水养殖业效益较好，菜粕用量就会放大，菜粕价格就会回升，就会拉动菜籽的收购价格。

2. 菜油的供求关系

（1）产量：菜油当期产量是一个变量，它受制于菜籽供应量、菜籽压榨收益、生产成本等因素。

（2）消费量：近年来随着豆油、棕榈油市场份额的不断扩大，对长江流域传统的菜油消费区域的消费习惯起到一定的改变作用，不少传统的菜油消费区域也逐步接受了豆油消费。

（3）季节性规律：菜油作为农产品期货，期货价格变化有季节性。5 ~ 6 月新菜籽逐渐上市，菜油价格开始回落；7 ~ 8 月份菜油供应增多，价格最低；9 月底双节临近需求增大，价格开始回升；10 月份以后，气温下降，棕榈油消费减少，菜油消费增加，价格进一步上升；12 月到次年 1 月份，菜油进入需求旺季，价格攀高，并保持高价到新菜籽上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（4）进出口量：菜籽的进出口量主要取决于国内外菜籽、菜油的价格。近年来我国菜籽和菜油的进口量日趋减少，主要原因是国际成本较高，无法进口。

（5）菜油库存：菜油库存是构成供给量的重要部分，库存量的多少体现着供应量的紧张程度。我国菜油库存除了商业库存外，还有国家储备。国家储备主要在浙江、安徽和四川，每年都要轮换 50%，数量较大，因此投资者需要关注国家储备轮换时间、进度和流向。

（6）生物柴油的需求：原油市场的影响也不可忽视。在欧盟各国，政府通过免税等优惠政策的扶植，使得以低芥酸菜油为原料制取生物柴油已经实现规模化，并已经成为其能源安全战略的重要组成部分。

3. 相关及替代商品价格影响

（1）菜油与豆油、棕榈油、花生油、棉籽油等是相互替代品关系。

（2）世界油料生产形势特别是美国大豆生产进展状况、马来西亚棕榈油供应形势、加拿大菜籽生产形势以及主要进口国进口需求状况是国际市场价格波动的主要影响因素。

4. 其他因素：如油厂综合成本的变化等。

## 十七、小麦

小麦属于禾本科植物。麦粒皮色有红白之分，红皮的叫红麦，白皮的叫白麦。由于品种和受环境影响不同，红皮小麦又有深红色和红褐色；白皮小麦又有白色、乳白色或黄白色之分。

小麦籽粒由皮层、胚、胚乳三个基本部分构成。小麦从种子萌发到成熟的生长周期中，要经过几个发育阶段，农业科学工作者研究比较多的主要有发芽阶、春化阶段和光照阶段。

**小麦的分类**

（1）按播种季节分，可分为冬小麦和春小麦两种。春季播种的小麦称春小麦，秋季播种的小麦称冬小麦。我国以冬小麦为主。（2）按皮色的不同，可分为白皮小麦（简称白麦）和红皮小麦（简称红麦）两种。白皮小麦呈黄色或乳白色，皮薄胚乳含量多，出粉率较高；红皮小麦呈深红色或红褐色，皮较厚，胚乳含量少，出粉率较低。（3）按籽粒胚乳结构呈角质或粉质的多少，可分为硬质小麦和软质小麦。角质又叫玻璃质，其胚乳结构紧密，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




呈半透明状；粉质胚乳疏松，呈石膏状。凡角质部分占粮粒横截面二分之一以上的籽粒称角质粒。含角质粒 70% 以上的小麦称为硬质小麦。凡角质部分不足本粮粒横截面二分之一的籽粒称粉质粒。含粉质粒 70% 以上的小麦称为软质小麦。

## 影响小麦价格的主要因素

小麦是我国的主要粮食品种，1995 年至 1999 年小麦年均产量达到 1.12 亿吨，占我国粮食总产量的 20% 以上。小麦是一个关系国计民生的大品种，影响其价格波动的因素绝非现货价和政策面这么简单。影响小麦期货价格的因素主要有：

1. 我国政府的政策取向

例如：国家对粮价的宏观调控，为调整农业、农产品结构，国家出台的措施。关于小麦小麦播种面积、增加科技含量、提高单产、改善小麦品种质量等相关规定。

2. 宏观经济形势

3. 播种和生长情况

每年小麦的减播面积和范围，后期的生长情况（对小麦产量和品质构成直接影响）均对小麦行情形成影响。小麦生产地区自出苗至成熟会遭到多种自然灾害的侵害。如苗期的盐碱灾害、冻害和渍害，起身拔节期的晚霜危害，抽穗及子粒灌浆期的倒伏及干热风的危害，以及病虫害等。这些灾害影响了小麦正常的生长发育，能导致小麦减产甚至颗粒无收，对小麦期货价格也会造成很大的影响。

4. 供求关系的变化

供给方面，主要由三部分组成：前期库存量、当期生产量、进口量。

需求方面，也主要由三部分组成：国内消费量、出口量、期末商品结存量。

5. 整体物价水平

如果整体物价水平发生大的变化，小麦的价格也将跟进。

6. 其他粮食品种的价格

关联品种的价格发生变化时，小麦的价格也将变化。

7. 科技对农业生产的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如转基因农产品的推广情况等。

8. 国际市场小麦供求情况

国际市场小麦价格的波动也将影响到国内小麦价格。

## 十八、棉花

棉花原产于热带、亚热带地区，是一种多年生、短日照作物。经长期人工选择和培育，逐渐北移到温带，演变为一年生作物。春季（或初夏）播种，当年现蕾、开花、结实，完成生育周期，到冬季严寒来临时，生命终止。棉花喜热、好光、耐旱、忌渍，适宜于在疏松深厚土壤中种植，在其生长发育过程中，只要有充足的温度、光照、水肥条件等，就像多年生植物一样，可不断地长枝、长叶、现蕾、开花、结铃，持续生长发育，具有无限生长性和较强的再生能力。在棉花的一生中，温度对它的生长发育、产量及产品质量的形成影响很大。除温度外，棉花对光照非常敏感，比较耐干旱，怕水涝。棉花生长历经春、夏、秋、冬四个季节，春分到立冬16个节气（从四月中下旬至十一月中旬左右），一生可以划分为播种期、苗期、蕾期、花铃期和吐絮期5个阶段。相对于其他农产品来讲，棉花生长期较长，受自然因素的影响较大。

棉花分级是为了在棉花收购、加工、储存、销售环节中确定棉花质量，是衡量棉花使用价值和市场价格必不可少的手段，分级能够充分合理利用资源，满足生产和消费的需要。棉花等级由两部分组成：一是品级分级，二是长度分级。

（1）品级分级。一般来说，棉花品级分级是对照实物标准（标样）进行的，这是分级的基础，同时辅助以其他一些措施，如用手扯、手感来体验棉花的成熟度和强度，看色泽特征和轧工质量，依据上述各项指标的综合情况为棉花定级。国标规定，三级为品级标准级。

（2）长度分级。长度分级用手扯尺量法进行，手扯纤维得到棉花的主体长度（一束纤维中含量最多的一组纤维的长度），用专用标尺测量棉束，得出棉花纤维的长度。

## 影响棉花价格的主要因素

### 一、供给，主要由三部分组成：前期库存量、当期生产量、进口量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另外，影响供给的一般因素还有：生产能力、生产商的总数、替代品的相对生产成本、社会风俗习惯以及国家宏观政策等。

二、需求，通常有国内消费量、出口量及期末结存量三部分组成

影响需求的因素还有：消费者的购买力，消费者偏好，代用品的供求及价格，人口变动，商品结构变化及其他非价格因素等。

三、影响棉花产量的几个主要因素

（1）天气因素。棉花是深根作物，需要深厚的活土层；耐旱而忌渍涝；轻度耐碱。天气主要影响为雨水、温度、日照等。

（2）化肥价格规律：棉花在不同生时期对氮、磷、钾有着不同的需要量。

（3）病虫害：在棉花生长的各个阶段，有多种病害发生。我国已发现的棉花病害有 40 多种，危害最严重的是棉花枯萎病和黄萎病，其次是棉花的苗期病害；我国棉区分布辽阔，自然条件差异大，棉花害虫种类繁多。

（4）冰雹等天气灾害：在棉花的整个生长及收获期，如遇冰雹、台风等灾害，将严重影响棉花的产量甚至绝产。

另外，棉种的选择及植棉者的管理生产经验也将影响棉花的产量。

## 十九、白糖

食糖是天然甜味剂，是人们日常生活的必需品，同时也是饮料、糖果、制药等含糖食品中不可或缺的原料。食糖作为一种甜味食料，是人体所必需的三大养分（糖、蛋白质、脂肪）之一，食用后能供给人体较高的热量，一公斤食糖可产生 3900 大卡的热量。食糖的基本原料是甘蔗和甜菜。甘蔗生长于热带和亚热带地区，而甜菜生长于温带地区。我国是重要的食糖生产国和消费国，糖料种植在农业经济中占有重要地位，仅次于粮食、油料、棉花，居第四位。我国食糖的市场化程度很高，国家宏观调控主要依靠国家储备，市场在价格形成过程中起主导作用。

白糖几乎是由蔗糖这种单一成分组成的，白糖的蔗糖分含量一般在 95% 以上。因此，凡含蔗糖成分较高的植物，均可成为制糖的原料。目前世界上白糖的主要原料是甘蔗和甜菜。我国是世界上用甘蔗制糖最早的国家之一，已有 2000 多年的历史。用甜菜制糖是近几十年才开始的。尽管原料不同，但甘蔗糖和甜菜糖在品质上没有什么差别，国家标准对两者同样适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 影响白糖价格的主要因素

1. 白糖现货市场供求关系

（1）白糖的供给：世界食糖年产量1.21 ~ 1.40亿吨，产量超过1000万吨的国家和地区包括巴西、印度、欧盟、中国等。影响白糖产量的因素主要有气候与天气：食糖作为农副产品，无论现货价格还是期货价格都会受到气候与天气因素的影响。甘蔗在生长期具有喜高温、光照强、需水量大、吸肥多等特点，因此，对构成气候资源的热、光、水等条件有着特殊的依赖性。干旱、洪涝、大风、冰雹、低温霜冻等天气对生长期中甘蔗具有灾害性的影响。

（2）白糖的需求：世界食糖消费量约1.24亿吨，消费量较大的国家和地区包括印度、欧盟、中国、巴西等。白糖的需求也具有季节性。在一年中，春节和中秋节是我国白砂糖消耗最大的节假日。两个节假日前一月由于食品行业的大量用糖，使糖的消费进入高峰期，这个时期的糖价往往比较高。

（3）白糖进出口：食糖进出口对市场的影响很大。食糖进口会增加国内供给数量，食糖出口会导致需求总量增加。对食糖市场而言，要重点关注世界主要出口国和主要进口国有关情况。世界食糖贸易量每年约为3700万吨，以原糖为主。国家的政策因素，例如进出口配额的规定、国家对价格的规定等深刻地影响着进出口量。

（4）白糖库存：我国国家收储以及工业临时收储加上糖商的周转库存在全国范围内形成一个能影响市场糖价的库存。在糖价过高（过低）时，国家通过抛售（收储）国储糖来调节市场糖价。

2. 季节性

食糖是季产年销的大宗商品，在销售上就有其固有的、内在的规律。在我国，每年的10月至次年的4月为甘蔗集中压榨时间，由于白糖集中上市，造成短期内白糖供给十分充足；随着时间的推移和持续不断的消费，白糖库存量也越来越少。而价格也往往随之变化，具有季节性特征。

3. 其他因素

如替代品的发展：甜味剂是食糖的主要替代品，它的使用减少了食糖的正常市场份额，对糖的供给、价格有一定的影响。如国际期货市场的联动性。如国际、国内政治经济形势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 二十、精对苯二甲酸（PTA）

PTA是精对苯二甲酸（pure terephthalic acid）的英文简称，在常温下是白色粉状晶体，无毒、易燃，若与空气混合，在一定限度内遇火即燃烧。

PTA为石油的下端产品。石油经过一定的工艺过程生产出石脑油，从石脑油中提炼出MX（混二甲苯），再提炼出PX（对二甲苯）。PTA以PX（配方占65%～67%）为原料，以醋酸为溶剂，在催化剂的作用下经空气氧化，生成粗对苯二甲酸。然后对粗对苯二甲酸进行加氢精制，去除杂质，再经结晶、分离、干燥、制得精对苯二酸产品，即PTA成品。

PTA是重要的大宗有机原料之一，广泛用于与化学纤维、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面。同时，PTA的应用又比较集中，世界上90%以上的PTA用于生产聚酯（PET）。聚酯包括纤维切片、聚酯纤维、瓶用切片和薄膜切片。国内市场中，有75%的PTA用于生产聚酯纤维；20%用于生产瓶级聚酯，主要应用于各种饮料尤其是碳酸饮料的包装；5%用于膜级聚酯，主要应用于包装材料、胶片和磁带。

聚酯纤维，俗称涤纶，可用于制作特种材料如防弹衣、安全带、轮胎帘子线，渔网、绳索，滤布及绝缘材料等等。但其主要用途是作为纺织原料的一种。涤纶在化纤中属于合成纤维。合成纤维制造业是化纤行业中规模最大、分支最多的子行业。涤纶纤维占合成纤维的90%左右；合成纤维产量占化纤总量的90%左右。

## 影响PTA价格的主要因素

1. 供给方面

由于我国聚酯产业高速发展，国内PTA的产量远无法满足其需要，缺口靠进口弥补，进口依存度为56%。PTA为连续生产、连续消费，而生产和消费可根据市场情况进行调节。同时PTA现货交易中以直销为主，上下游产销关系相对稳定，产销率较高。因此，生产厂家库存很少。

2. 需求方面

（1）聚酯增长决定直接需求

PTA主要用于生产聚酯。聚酯产业发展状况决定PTA的消费需求。聚酯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产品中涤纶对 PTA 的需求量最大，决定着 PTA 消费情况。涤纶是纺织行业的主要原料。这就是说，纺织行业的景气程度、发展情况直接影响涤纶市场消费，进而决定对 PTA 的需求。

3. *石油价格*

PTA 的源头为石油。PTA 价格也由成本决定。数据分析也表明，PTA 与上游的石油、PX 二者之间存在较高的价格相关性。2001 年至今，PTA 与原油价格的相关性平均 0.78。

4. *棉花市场价格走势*

PTA 的下游产品是涤纶，与棉花同为纺织品的原料，二者是一种替代关系。二者价格关系会影响各自在纺织配料中的用量，从而影响对 PTA 的需求。但从历史数据来看，二者的相关度总体不高。原因在于棉花价格对化纤短纤的影响要在价差达到一定幅度后才会发生作用。同时生产调整和市场反应存在滞后性。

5. 其他因素：国家的宏观调控政策、宏观经济的发展周期、影响进出口的关税政策及汇率变化等。

## 二十一、绿豆

绿豆，古时也叫菉豆、文豆、植豆等。我国栽培绿豆历史悠久，品种资源丰富，总产量居世界前列。绿豆属短日照作物，是喜温湿、耐高温、耐旱怕涝、耐疾病性强的豆类。绿豆主要生长于温带、亚热带和热带、高海拔地区，亚洲栽培最多，如中国、印度及泰国、菲律宾等地。东南亚国家栽培最广泛。我国黄河、淮河流域以及华北和东北平原各省都有绿豆栽培。

绿豆既是调节饮食的佳品，又是食品工业和酿酒工业的原材料之一，也是重要的药材。绿豆消费主要集中在食用、深加工和出口三个方面，其出口市场主要是印度和巴基斯坦等地区。

**品种分类**

我国绿豆品种大体分明绿豆和杂绿豆。明绿豆品质较好，有光泽，但产量有限，价格较高；杂绿豆品质一般，无光泽，但产量较大，价格较低。

明绿豆：种皮为绿色、深绿色，有光泽的绿豆占 95% 以上。

黄绿豆：种皮为黄色、黄绿色，有光泽的绿豆占 95% 以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



灰绿豆：种皮为灰色，无光泽的绿豆占 95% 以上。

杂绿豆：不符合以上三类的绿豆。

## 影响绿豆价格的主要因素

1. 供应的季节性

八月份绿豆大部分开始收摘，但因生产区八月份为集中降雨期，除极少量能上市外，大部分尚在晾晒中，九月绿豆达到盛摘期，加上前一个月已收摘的，开始上市，但由于农民农活较多，本月能上市的只是积少成多部分，约占可上市量的 10% 左右，10 月份农民种麦后，即将绿豆大量上市，约占可上市量的 50%，以后上市量逐月减少，但大宗外运要比农民上市迟一个月左右。

2. 需求的季节性

绿豆芽一年四季都有消费，但消费量较少。绿豆粥、绿豆沙消费期在 6 ~ 9 月，一般加工厂商在 4 ~ 5 月期间即已完成采购计划。绿豆出口一般在每年的 1 ~ 5 月份。

由于绿豆生产周期的影响，绿豆在年度内的价格变化是有规律的。一般八月下旬，由于新绿豆开始上市，价格开始下降，当月价格比七月份下降 20% 左右。九月份，由于新绿豆继续上市，价格继续下降，比八月份价格下降 20% 左右。十月份，由于新绿豆的大量上市，价格比九月份下降 30% 左右，这是全年绿豆价格最低的月份。十一月份以后由于上市量渐小，价格开始加升，正常年份每月 5% 的速度上升，若减产年份，每年 11 月 ~ 12 月份绿豆价格可上升 10% 以上。下年 6 ~ 7 月份是绿豆最缺的月份，价格升至一年中的最高价，但市场贸易量较小。所以绿豆贸易最关键的月份是 11 ~ 12 月份，交易量最大，价格变化最大，这两个月份对 1 ~ 7 月份绿豆价格变化起着主导作用。

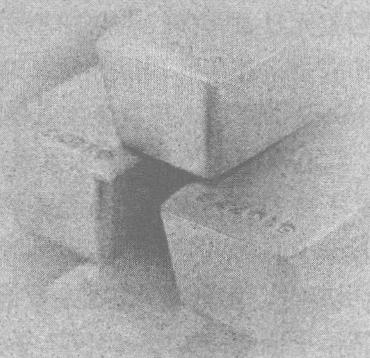
3. 其他因素

除了供给的季节性，绿豆期货价格也受国家农业政策（种植面积）、进出口政策的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第四章 金融期货



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所谓金融期货，是指以金融工具作为标的物的期货合约。金融期货交易是指交易者在特定的交易所通过公开竞价方式成交，承诺在未来特定日期或期间内，以事先约定的价格买入或卖出特定数量的某种金融商品的交易方式。金融期货交易具有期货交易的一般特征，但与商品期货相比，其合约标的物不是实物商品，而是金融商品，如外汇、债券、股票指数等。

# 第一节　金融期货概论

基础性金融商品的价格主要以汇率、利率等形式表现。金融市场上纷繁复杂的各种金融商品，共同构成了金融风险的源泉。各类金融机构在创新金融工具的同时，也产生了规避金融风险的客观要求。20 世纪 70 年代初，外汇市场上固定汇率制的崩溃，使金融风险空前增大，直接诱发了金融期货的产生。

1944 年 7 月，44 个国家在美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开会议，确立了布雷顿森林体系，实行双挂钩的固定汇率制，即美元与黄金直接挂钩，其他国家货币与美元按固定比价挂钩。布雷顿森林体系的建立，对战后西欧各国的经济恢复与增长以及国际贸易的发展都起到了重要的作用。同时，在固定汇率制下，各国货币之间的汇率波动被限制在极为有限的范围内（货币平价的 ±1%），外汇风险几乎为人们所忽视，对外汇风险管理的需求也自然不大。

进入 50 年代，特别是 60 年代以后，随着西欧各国经济的复兴，其持有的美元日益增多，各自的本币也趋于坚挺，而美国却因先后对朝鲜和越南发动战争，连年出现巨额贸易逆差，国际收支状况不断恶化，通货膨胀居高不下，从而屡屡出现黄金大量外流、抛售美元的美元危机。

在美国的黄金储备大量流失，美元地位岌岌可危的情况下，美国于 1971 年 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”，停止履行以美元兑换黄金的义务。为了挽救濒于崩溃的固定汇率制，同年 12 月底，十国集团在华盛顿签订了“史密森学会协定”，宣布美元对黄金贬值 7.89%，各国货币对美元汇率的波动幅度扩大到货币平价的 ±2.25%。1973 年 2 月，美国宣布美元再次贬值 10%。美元的再次贬值并未能阻止美元危机的继续发生。最终，1973 年 3 月，在西欧和日本的外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇市场被迫关闭达 17 天之后，主要西方国家达成协议，开始实行浮动汇率制。

在浮动汇率制下，各国货币之间的汇率直接体现了各国经济发展的不平衡状况，反映在国际金融市场上，则表现为各种货币之间汇率的频繁、剧烈波动，外汇风险较之固定汇率制下急速增大。各类金融商品的持有者面临着日益严重的外汇风险的威胁，规避风险的要求日趋强烈，市场迫切需要一种便利有效的防范外汇风险的工具。在这一背景下，外汇期货应运而生。

1972 年 5 月，美国的芝加哥商业交易所设立国际货币市场分部，推出了外汇期货交易。当时推出的外汇期货合约均以美元报价，其货币标的共有 7 种，分别是英镑、加拿大元、西德马克、日元、瑞士法郎、墨西哥比索和意大利里拉。后来，交易所根据市场的需求对合约做了调整，先后停止了意大利里拉和墨西哥比索的交易，增加了荷兰盾、法国法郎和澳大利亚元的期货合约。继国际货币市场成功推出外汇期货交易之后，美国和其他国家的交易所竞相仿效，纷纷推出各自的外汇期货合约，大大丰富了外汇期货的交易品种，并引发了其他金融期货品种的创新。1975 年 10 月，美国芝加哥期货交易所推出了第一张利率期货合约——政府国民抵押贷款协会（GNMA）的抵押凭证期货交易。1982 年 2 月，美国堪萨斯期货交易所（KCBT）开办价值线综合指数期货交易，标志着金融期货三大类别的结构初步形成。

金融期货问世至今不过只有短短二十余年的历史，远不如商品期货的历史悠久，但其发展速度却比商品期货快得多。目前，金融期货交易已成为金融市场的主要内容之一，在许多重要的金融市场上，金融期货交易量甚至超过了其基础金融产品的交易量。随着全球金融市场的发展，金融期货日益呈现国际化特征，世界主要金融期货市场的互动性增强，竞争也日趋激烈。

与金融相关联的期货合约品种很多。目前已经开发出来的品种主要有三大类：

（一）利率期货，指以利率为标的物的期货合约。世界上最先推出的利率期货，是于 1975 年由美国芝加哥商业交易所推出的美国国民抵押协会的抵押证期货。利率期货主要包括以长期国债为标的物的长期利率期货，和以二个月短期存款利率为标的物的短期利率期货。

（二）货币期货，指以汇率为标的物的期货合约。货币期货是适应各国从事对外贸易和金融业务的需要而产生的，目的是借此规避汇率风险，1972 年美国芝加哥商业交易所的国际货币市场推出第一张货币期货合约并获得成功。其后，英国、澳大利亚等国相继建立货币期货的交易市场，货币期货交易成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




为一种世界性的交易品种。

（三）股票指数期货，指以股票指数为标的物的期货合约。股票指数期货是目前金融期货市场最热门和发展最快的期货交易。股票指数期货不涉及股票本身的交割，其价格根据股票指数计算，合约以现金清算形式进行交割。

# 第二节　外汇期货

## 一、外汇基础知识

（一）汇率的定义及分类

1. 什么是汇率

汇率是亦称“外汇行市或汇价”。一国货币兑换另一国货币的比率，是以一种货币表示的另一种货币的价格。由于世界各国货币的名称不同，币值不一，所以一国货币对其他国家的货币要规定一个兑换率，即汇率。

汇率是国际贸易中最重要的调节杠杆。因为一个国家生产的商品都是按本国货币来计算成本的，要拿到国际市场上竞争，其商品成本一定会与汇率相关。汇率的高低也就直接影响该商品在国际市场上的成本和价格，直接影响商品的国际竞争力。

例如，一件价值 100 元人民币的商品，如果美元对人民币汇率为 8.25，则这件商品在国际市场上的价格就是 12.12 美元。如果美元汇率涨到 8.50，也就是说美元升值，人民币贬值，则该商品在国际市场上的价格就是 11.76 美元。商品的价格降低，竞争力增强，肯定好卖，从而刺激该商品的出口。反之，如果美元汇率跌到 8.00，也就是说美元贬值，人民币升值，则该商品在国际市场上的价格就是 12.50 美元。高价商品肯定不好销，必将打击该商品的出口。同样，美元升值而人民币贬值就会制约商品对中国的进口，反过来美元贬值而人民币升值却会大大刺激进口。

你现在应该明白为什么日本和美国总爱叫嚷人民币升值，人民币升值就会大大增加中国出口商品在国际市场上的成本，打击中国商品的竞争力，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反过来刺激中国大量进口他们的商品。同时你也应该明白在亚洲金融危机的时候，为什么说中国坚持人民币不贬值是对国际社会的重大贡献了。如果人民币贬值，其他国家的金融危机将更糟糕！

正是由于汇率的波动会给进出口贸易带来如此大范围的波动，因此很多国家和地区都实行相对稳定的货币汇率政策。中国进出口额高速稳步增长，在很大程度上得益于稳定的人民币汇率政策。

2. 外汇汇率的种类

（1）按外汇管制的松紧程度来分，可分为官定汇率（Official Rate 法定汇率）和市场汇率（Market Rate）。

①官定汇率（法定汇率）：这种汇率主要是指官方（如财政部、中央银行或经指定的外汇专业银行）所规定的汇率。在外汇管制比较严格的国家禁止自由市场的存在，官定汇率就是实际汇率，而无市场汇率。

②市场汇率：这是指在自由外汇市场上买卖外汇的实际汇率。外汇管制较松的国家，官定汇率往往只是形式，有价无市，实际外汇交易均按市场汇率进行。

（2）按外汇资金性质和用途来划分，可分为贸易汇率（Commercial Rate）和金融汇率（Financial Rate）。

①贸易汇率：这主要指用于进出口贸易及其从属费用方面的汇率。

②金融汇率：主要指资金转移和旅游等方面的汇率。

（3）按汇率是否适用于不同的来源与用途可分为单一外汇汇率（Single Rate）和多种外汇汇率（Multiple Rate 多元汇率或复汇率）。

①单一汇率：凡是一国对外仅有一个汇率，各种不同来源与用途的收付均按此计算，称为单一汇率。

②多种汇率：一国货币对某一外国货币的汇价因用途及交易种类的不同而规定有两种或两种以上汇率，称为多种汇率，也叫复汇率。

（4）按外汇交易工具和收付时间来划分，可分为：

①电汇汇率（T/T Rate）：用电报或电传通知付款的外汇价格，叫电汇汇率。电汇汇率交收时间最快，一般银行不能占用顾客资金，因此电汇汇率最贵。在银行外汇交易中的买卖价均指电汇汇率。电汇汇率是计算其他各种汇率的基础。

②信汇汇率（M/T Rate）：即用信函方式通知付款的外汇汇率。由于航邮比电报或电传通知需要时间长，银行在一定时间内可以占用顾客的资金，因此信汇汇率较电汇汇率低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




③票汇汇率（D/D Rate）：在兑换各种外汇汇票、支票和其他票据时所采用的汇率叫票汇汇率。外币兑换也可列入此列。因票汇在期限上有即期和远期之分，故汇率又分为即期票汇汇率和远期票汇汇率，后者要在即期票汇汇率基础上扣除远期付款的利息。

④远期汇率（Forward Rate）：远期汇率是指在未来某一天进行交割，而事先约定的外汇买卖价格。

（5）按买卖对象可分为：

①银行间汇率（Inter-Bank Rate）：指银行与银行外汇交易中使用的外汇汇率，也即外汇市场的汇率。

②商业汇率（Commercial Rate）：指银行与商业买卖外汇的汇率。

（6）按外汇买卖的交割期限来划分：

按外汇买卖的交割期限来划分，汇率可分为即期汇率与远期汇率。所谓交割，是指买卖双方履行交易契约，进行钱货两清的授受行为。外汇买卖的交割是指购买外汇者付出本国货币、出售外汇者付出外汇的行为。由于交割日期不同，汇率就有差异。

①即期汇率又称现汇汇率，是买卖双方成交后，在两个营业日之内办理外汇交割时所用的汇率。

②远期汇率又称期汇汇率，是买卖双方事先约定的，据以在未来的一定日期进行外汇交割的汇率。

3. 外汇汇率有两种标价方法：

（1）直接标价法（Direet Quotation）

直接标价法，又称应付标价法，是以一定单位（1、100、1000、10000）的外国货币为标准来计算应付出多少单位本国货币。就相当于计算购买一定单位外币所应付多少本币，所以叫应付标价法。包括中国在内的世界上绝大多数国家目前都采用直接标价法。在国际外汇市场上，日元、瑞士法郎、加元等均为直接标价法，如日元 119.05，即一美元兑 119.05 日元。

（2）间接标价法（Indireet Quotation）

间接标价法，又称应收标价法，是以一定单位（如 1 个单位）的本国货币为标准，来计算应收若干单位的外国货币。在国际外汇市场上，欧元、英镑、澳元等均为间接标价法。如欧元 0.9705，即一欧元兑 0.9705 美元。

在间接标价法中，本国货币的数额保持不变，外国货币的数额随着本国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



货币币值的对比变化而变动。如果一定数额的本币能兑换的外币数额比前期少，这表明外币币值上升，本币币值下降，即外汇汇率上升；反之，如果一定数额的本币能兑换的外币数额比前期多，则说明外币币值下降、本币币值上升，即外汇汇率下跌。外币的价值和汇率的升跌成反比。

## 二、影响汇率波动的因素

影响汇率波动的最基本因素主要有以下几种：

（一）国际收支及外汇储备

所谓国际收支就是一个国家的货币收入总额与付给其他国家的货币支出总额的对比。如果货币收入总额大于支出总额，便会出现国际收支顺差，反之，则是国际收支逆差。国际收支状况对一国汇率的变动能产生直接的影响。发生国际收支顺差，会使该国货币对外汇率上升；反之，该国货币汇率下跌。

（二）利率

利率作为一国借贷状况的基本反映，对汇率波动起决定性作用。利率水平直接对国际间的资本流动产生影响，高利率国家发生资本流入，低利率国家则发生资本外流，资本流动会造成外汇市场供求关系的变化，从而对外汇汇率的波动产生影响。一般而言，一国利率提高，将导致该国货币升值；反之，该国货币贬值。

（三）通货膨胀

一般而言，通货膨胀会导致本国货币汇率下跌，通货膨胀的缓解会使汇率上浮。通货膨胀影响本币的价值和购买力，会引发出口商品竞争力减弱、进口商品增加，还会引发对外汇市场产生心理影响，削弱本币在国际市场上的信用地位。这三方面的影响都会导致本币贬值。

（四）政治局势

一国及国际间的政治局势的变化，都会对外汇市场产生影响。政治局势的变化一般包括政治冲突、军事冲突、政府选举和政权更迭等，这些政治因素对汇率的影响有时很大，但影响时限一般都很短。

（五）市场判断

外汇市场并不总是遵循某一合乎逻辑的变动模式。难以明了的因素，诸如个人感觉、判断以及对于各种全球政治、经济事件的分析、理解均对汇率产生影响。市场上的操作人员必须正确理解所公布的各种报道或数据，如外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇收支数据、通胀指标、经济增长率等。

但实际上，在上述报道或数据向市场公开以前，市场上已经会存在一种对于报道或数据所反映的实质的预期或判断。这种预期或判断将先于报道或数据公开前反映在价格中。一旦出现真实的报道或数据与人们的预期或判断大相径庭，就会导致汇率的大幅波动。仅能正确理解各种经济指标和数据对一个外汇交易员来说是不够的，他还必须明了市场究竟会对未公布的指标和数据作出何种预期和判断。

（六）投机行为

市场主要操作者的投机行为同样是影响汇率的一个重要因素。在外汇市场上直接与国际贸易相关联的交易相对来说所占比例是不高的。大多数交易从实质上讲是投机行为，这种投机行为将导致不同货币的流动，从而对汇率产生影响。当人们分析了影响汇率变动的因素后得出某种货币汇率将上涨，竞相抢购，遂把该币上涨变为现实。反之，当人们预期某货币将下跌，就会竞相抛售，从而使汇率下滑。

例如，二战后一段时间，由于美国的政治稳定，经济运行良好，通货膨胀率低，而经济增长在60年代初达年均5%，当时世界各国都愿以美元作为支付手段，储存财富，使美元汇率持续上涨。但到60年代末70年代初，由于越南战争、水门事件、严重的通货膨胀及税收负担加重、贸易赤字、经济增长率的下降，使美元的价值大幅下跌。

## 三、外汇期货概述

（一）外汇期货的特点

1. 什么是外汇期货

所谓外汇期货，是指以汇率为标的物的期货合约，可以用来规避汇率风险。外汇期货是金融期货中最早出现的品种。1972年5月在芝加哥商业交易所（CME）作为第一张外汇合约首次推出。此后，外汇期货交易得到迅速的发展，为广大投资者和金融机构等经济主体提供了有效的套期保值的工具，而且也为投机者和套利者提供了新的获利手段。

2. 外汇期货的特点

在外汇期货市场上，外汇期货交易是在交易所内，按照交易规则，通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公开竞价方式进行。交易外汇期货合约的特点是：

（1）买卖外汇期货合约的交易者把买卖委托书交给经纪商或交易所成员公司，由他们传递到交易大厅，经过场内经纪人之间的"公开喊价"或电子计算机的自动撮合，决定外汇期货合约的价格。

（2）买卖期货合约时，不需要实际付出买入合约面值所标明的外汇，只需支付手续费。合约生效后，按照当天收市的实际外汇期货市价作为结算价，进行当日盈亏的结算。如果结算价高于该期货合约交易时的成交价格则为买方盈利，反之，则买方亏损，卖方受益。

（3）外汇期货价格实际上是预期的现货市场价格，在投机者的参与下，期货价格会向预期的现货市价移动，两个市场价格具有趋同性。

（4）外汇期货以外币为交割对象，到期末对冲掉的合约，卖方必须从现货市场购入即期外汇，交给买方以履行交割义务。

3. 外汇期货市场的功能

（1）外汇套期保值

外汇期货市场的套期保值功能，是外汇期货市场最主要的功能。实现这一功能，是通过采取与现货头寸方向相反的外汇期货交易，来减轻或消除未来现货市场的风险。套期保值的方式有两种，即空头套期保值和多头套期保值。

（2）外汇投机

外汇期货投机交易是外汇期货市场的又一重要功能。外汇期货投机是通过买卖外汇期货合约，从外汇期货价格的变动中获利并同时承担风险的行为。投机交易的基本原理是投机者根据对外汇期货价格走势的预测，买进或卖出一定数量的外汇合约，如果价格走势如所预测，则可以在某一价格上顺利平仓，合约的买卖差价即为盈利；如果价格走势与预测方向相反，则投机就要承担风险，买卖差价即为亏损。

外汇期货投机分为空头投机和多头投机两种类型。所谓空头投机是投机者预测外汇期货价格将要下跌，从而先卖（开仓）后买（平仓），以高价卖出，以低价买入，从而达到获利目的。多头投机是投机者预测外汇期货价格将要上升，先买后卖，以低价买进，以高价卖出从而获利。

4. 外汇期货主要品种

外汇期货交易的主要品种有：美元，欧元，英镑，日元，瑞士法郎，加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



拿大元，澳大利亚元等。从世界范围看，外汇期货的市场主要集中在美国，其中又主要集中在芝加哥商业交易所。

（二）外汇期货的产生与发展

外汇期货是金融期货中出现最早的品种，1972 年 5 月芝加哥商业交易所的国际货币市场推出了包括英镑、加元、西德马克在内的七张外汇期货合约，标志着金融期货这一新的期货类别的产生。

外汇期货产生的原因在于固定汇率制的瓦解和浮动汇率制的出现，它是世界经济格局发生变化的产物。1944 年，为恢复经济和重建战后金融秩序，西方主要工业化国家首脑聚会美国新罕布什尔州的布雷顿森林，创建了国际货币基金组织。根据该组织的规定，各国采取固定汇率制，即每一美元币值相当于 1/35 盎司的黄金，各国中央银行将本国的货币汇率与美元含金量挂钩，汇率波动范围也限制在上下 1% 的范围之内。采取固定汇率后，国际货币金融秩序相对稳定，各成员国之间的贸易往来不会受到因汇率而变动带来的损害，有力地促进了战后世界各国经济的发展，因此对外汇期货等避险工具的需求自然不大。

但到了 20 世纪 60 年代，美国经济实力相对下降，国际收支逆差却不断扩大，造成美元不断贬值。由于各成员国都承担必须稳定外汇汇率的义务，因此各国中央银行通过出售本国货币，购入美元，进行市场干预，而各国收购的美元都向美国政府出售，兑换黄金，使美国黄金大量外流，黄金储备急剧下降，对美国货币政策产生了很大的影响。

于是 1971 年 8 月，美国政府宣布实行若干项措施，如冻结工资和物价，中止美元平价兑换黄金，并将黄金官价提高到每盎司 38 美元，但仍无法阻挡美元的继续贬值。至 1973 年，当石油危机和欧洲货币危机再次冲击美元时，美国不得不宣布美元再度贬值从而引发各国政府纷纷宣布其货币与美元脱钩，西方主要工业化国家开始重新调整汇率，德国马克、加拿大元、日元以及其他货币纷纷采取浮动汇率制。至此，布雷顿森林体系确定的固定汇率制度彻底瓦解。

而浮动汇率制的实施使得外汇风险大大增加。例如马克对美元的日平均波动幅度在 1959 ~ 1971 年是 1 马克兑 0.44 美分，而在 1971 ~ 1978 年增长 13 倍，达 1 马克兑 5.66 美分。同时，国际间的商品与劳务贸易也迅速增长，使越来越多的交易商面对汇率变动剧烈的市场，利用期货进行套期保值成了市场优先的选择。

美国芝加哥商业交易所在诺贝尔经济学奖得主弗里德曼博士的鼓励下，于 1972 年 5 月在其国际货币市场分部成功推出了包括英镑、加拿大元、德国马克、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意大利里拉、日元、瑞士法郎及墨西哥比索在内的七种外汇期货合约交易。

外汇期货推出后，深受市场的欢迎，澳大利亚、加拿大、荷兰和新加坡、英国、日本等其他国家也纷纷效仿，外汇期货连续多年保持着旺盛的增长势头。但随着 2000 年欧元的逐步流通，奥地利、比利时、德国、希腊、法国、芬兰、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙等 12 国的货币被欧元所替代，外汇市场的交易品种减少，外汇期货的交易量也有所下降。

## 四、外汇期货合约

外汇期货合约是以外汇作为交割内容的标准化期货合同。它主要包括以下几个方面的内容：

（1）外汇期货合约的交易单位。每一份外汇期货合约都由交易所规定标准交易单位。

（2）交割月份。国际货币市场所有外汇期货合约的交割月份都是一样的，为每年的 3 月、6 月、9 月和 12 月。交割月的第三个星期三为该月的交割日。

（3）通用代号。在具体操作中，交易所和期货佣金商以及期货行情表都是用代号来表示外汇期货。

（4）最小价格波动幅度。国际货币市场对每一种外汇期货报价的最小波动幅度作了规定。在交易场内，经纪人所做的出价或叫价只能是最小波动幅度的倍数。外汇期货合约的最小波动价位如；英镑 0. 0005 美元、加元 0.0001 美元。

（5）每日涨跌停板额。每日涨跌停板额是一项期货合约在一天之内比前一交易日的结算价格高出或低过的最大波动幅度。一旦报价超过停板额，则成交无效。

附加拿大、英镑、日元的期货合约：

**表 4-1　加拿大元期货合约**

| | |
|---|---|
| 交易单位 | 100000加元 |
| 指数点描述 | 1 点= $.0001 /加元 = $10.00 /张 |
| 合约月份 | 三月、六月、九月和十二月，一次挂六个月份的合约。 |
| 交易代码 | 清算=C1；报价单=CD；GLOBEX（电子交易）=6C；整批委托=LK |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| | |
|---|---|
| 交易时间 | 场内：上午7:20到下午2:00<br>Globex：（电子交易）周一/周四下午5:00到下午4:00<br>周日和节假日下午5:00到下午4:00 |
| 最小价格波动 | 场内：正常 0.0001=$10.00<br>日历套利 0.00005=$5.00<br>整批委托 0.00005=$5.00<br>电子盘：正常 0.0001=$10.00<br>日历套利 0.00005=$5.00 |
| 上市交易所 | CME |
| 交易地点 | 场内 Globex |

**表 4-2　英镑期货合约**

| | |
|---|---|
| 交易单位 | 62500英镑 |
| 指数点描述 | 1点= $.0001 /英镑 = $6.25 /张 |
| 合约月份 | 三月、六月、九月和十二月，一次挂六个月份的合约。 |
| 交易代码 | 清算=BP；报价单=BP；GLOBEX（电子交易）=6B；整批委托=LP |
| 交易时间 | 场内：上午7:20到下午2:00<br>Globex：（电子交易）周一/周四下午5:00到下午4:00<br>周日和节假日下午5:00到下午4:00 |
| 最小价格波动 | 场内：正常 0.0001=$6.25<br>日历套利 0.0001=$6.25<br>整批委托：0.0001=$6.25<br>电子盘：正常 0.0001=$6.25<br>日历套利 0.0001=$6.25 |
| 上市交易所 | CME |
| 交易地点 | 场内 Globex |

**表 4-3　日元期货合约**

| | |
|---|---|
| 交易单位 | 12500000日圆 |
| 指数点描述 | 1点=$.000001/日圆=$12.50/张 |
| 合约月份 | 三月、六月、九月和十二月，一次挂六个月份的合约。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| | |
|---|---|
| 交易代码 | 清算=J1；报价单=JY；GLOBEX（电子交易）=6 J；整批委托=LJ |
| 交易时间 | 场内：上午7:20到下午2:00<br>Globex：（电子交易）周一/周四下午5:00到下午4:00<br>周日和节假日下午5:00到下午4:00 |
| 最小价格波动 | 场内：正常 0.000001=12.50 美元<br>日历套利 0.0000005=6.25美元<br>整批委托：0.0000005=6.25美元<br>电子盘：正常 0.000001=$12.50<br>日历套利 0.0000005=$6.25 |
| 上市交易所 | CME |
| 最后交易日 | 交易在交割月第三个周三前第二个营业日（通常是周一）芝加哥时间上午9:16停止。 |
| 交易地点 | 场内 Globex |

# 第三节　国债期货

## 一、国债概述

（一）什么是国债

国债是由国家发行的债券，是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券，是中央政府向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证，由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用度，被公认为是最安全的投资工具。

国债是国家信用的主要形式。中央政府发行国债的目的往往是弥补国家财政赤字，或者为一些耗资巨大的建设项目以及某些特殊经济政策乃至为战争筹措资金。由于国债以中央政府的税收作为还本付息的保证，因此风险小，流动性强，利率也较其他债券低。

我国的国债专指财政部代表中央政府发行的国家公债，由国家财政信誉作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




担保，信誉度非常高，历来有“金边债券”之称，稳健型投资者喜欢投资国债。

（二）我国国债的分类

从债券形式来看，我国发行的国债可分为凭证式国债、无记名（实物）国债和记账式国债三种。

凭证式国债是一种国家储蓄债，可记名、挂失，以“凭证式国债收款凭证”记录债权，不能上市流通，从购买之日起计息。在持有期内，持券人如遇特殊情况需要提取现金，可以到购买网点提前兑取。提前兑取时，除偿还本金外，利息按实际持有天数及相应的利率档次计算，经办机构按兑付本金的2‰收取手续费。

无记名（实物）国债是一种实物债券，以实物券的形式记录债权，面值不等，不记名，不挂失，可上市流通。发行期内，投资者可直接在销售国债机构的柜台购买。在证券交易所设立账户的投资者，可委托证券公司通过交易系统申购。发行期结束后，实物券持有者可在柜台卖出，也可将实物券交证券交易所托管，再通过交易系统卖出。

记账式国债以记账形式记录债权，通过证券交易所的交易系统发行和交易，可以记名、挂失。投资者进行记账式国债买卖，必须在证券交易所设立账户。由于记账式国债的发行和交易均无纸化，所以效率高，成本低，交易安全。

（三）市场经济条件下国债的功能

1. 弥补财政赤字

弥补财政赤字是国债的最基本功能。就一般情况而言，造成政府财政赤字的原因大体上有以下两点：一是经济衰退，二是自然灾害。政府财政赤字一旦发生，就必须想办法予以弥补。在市场经济体制下，其弥补的方式主要有三种措施：即增加税收、增发货币和举借国债。

第一种方式不仅不能迅速筹集大量资金，而且重税会影响生产者的生产积极性，进而会使国民经济趋于收缩，税基减少，赤字有可能会更大。

第二种方式则会大幅增加社会的货币供应量，因而会导致无度的通货膨胀并打乱整个国民经济的运行秩序。

第三种方式则是最可行的办法，因为发行国债筹资仅是社会资金使用权的暂时转移，在正常情况下，一般不会招致无度的通货膨胀，同时还可迅速、灵活和有效地弥补财政赤字，所以举借国债是当今世界各国政府作为弥补财政赤字的一种最基本也是最通用的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 对财政预算进行季节性资金余缺的调剂

利用国债，政府还可以灵活调剂财政收支过程中所发生的季节性资金余缺。政府财政收入在 1 年中往往不是以均衡的速率流入国库的，而财政支出则往往以较为均衡的速率进行。这就意味着即使从全年来说政府财政预算是平衡的，在个别月份也会发生相当的赤字。为保证政府职能的履行，许多国家都会把发行期限在 1 年之内（一般几个月，最长不超过 52 周）的短期国债，作为一种季节性的资金调剂手段，以求解决暂时的资金不平衡。

3. 对国民经济运行进行宏观调控

一国的经济运行不可能都永远处在稳定和不断增长的状态之下。相反，由于种种因素的影响如宏观政策的失误、国际经济的影响等，经济运行常常会偏离人们期望的理想轨道，从而出现经济过度膨胀（通货膨胀严重）和经济萎缩（通货紧缩）现象，这时候，政府必须采取相应的政策措施进行经济干预，以使经济运行重新回到较理想或预期的轨道。自凯恩斯宏观经济理论建立以来，运用经济政策对宏观经济运行进行调控已成为普遍现象，其中国债扮演着十分重要的角色。这也使得国债的宏观调控功能逐渐成为国债主要的功能。

## 二、国债期货介绍

### （一）什么是国债期货

国债期货是指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。国债期货属于金融期货的一种，是一种高级的金融衍生工具。它是在 20 世纪 70 年代美国金融市场不稳定的背景下，为满足投资者规避利率风险的需求而产生的。

期货交易是一种复杂的交易方式，它具有以下不同于现货交易的主要特点：

1. 国债期货交易不牵涉到国债券所有权的转移，只是转移与这种所有权有关的价格变化的风险。

2. 国债期货交易必须在指定的交易场所进行。期货交易市场以公开化和自由化为宗旨，禁止场外交易和私下对冲。

3. 所有的国债期货合同都是标准化合同。国债期货交易实行保证金制度，是一种杠杆交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 国债期货交易实行无负债的每日结算制度。

5. 国债期货交易一般较少发生实物交割现象。

（二）中长期国债期货合约的价格是如何决定的

由于中长期政府债券是可以存储的期货商品，交易者可以选择不同的交割月份实现实物交割，因此，在期货市场交易上，即期与远期交割月份之同的价格差异主要受持仓成本的制约。换言之，该金融工具的期货价格应等于即期价格加上从即期至远期交割月份的持仓成本。该项持仓成本主要包括两项内容：

第一，现货市场的短期利息率。在持仓成本中，短期利息率可以认为是交易者在短期内对可储存金融工具持仓的机会成本；

第二，持有金融工具的收益。它是指交易者持有中长期债券时，按票面计算率取得的息票收入。与短期利息率持仓成本相反的是，中长期债券使持有人在持仓阶段会获得固定的票息收入。所以，可贮存的金融期货价格应等于即期价格加上净持仓成本，即

$$F=St+(r-y)*(T-t)/360*St$$

$F$ 为 $T$ 时间的期货价格，$St$ 为即期价格，$r$ 表示短期利率，$y$ 表示中长期债券的票面利息率，$(T-t)/360$ 为债券的持仓期限。

## 三、国债期货交易

（一）国债期货合约的特点

国债期货交易是指交易者按市价签订一份国债买卖成交协议，即交易期货合约，这是一个在约定的日期，按合约规定的价格，进行券和钱的清算交割的金融工具和可转让协议。合约单位为“口”，投资者交易的标的物就是合约，而非国债本身。它的特点有：

1. 保证金制度。

国债期货交易不必交付全部钱款去操作合约，而只需缴付一定比例的承诺资金，这既是对交易者本身的约束，也是一种履约信用，以防违约，同时又是事后结算的基础。每口标准合约的规格由交易所确定，如以二万元国债面额为一口，其交易保证金可在 1% ~ 15%之间，由交易所依据市场风险度大小确定，并可随时调整。显然，保证金比例越低，操作者风险也越大，或者说，预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收益也越高。反之，如保证金比例高达100%，那期货交易则成了现货交易。

保证金比率的适度调整，成了管理层控制风险度的阀门和交易规模的有效手段，它灵敏度极强，稍一变动，必会带来强烈反应，犹如中央银行调整再贴现率对商业银行的作用。对投资者而言，这比率又是衡量交易成本的尺度和喜好风险的程度。保证金不是现货交易中的定金，也与买方应付款项中的一部分概念不同，它是买卖双方都须缴付，用以确保履约和承担价格变动风险的最终支付手段。

2. 结算制度。

由于实行保证金制度，交易双方最终的盈亏就不是在他们之间进行结算，而是由交易所通过双方保证金账户进行划转，即交易所成了每笔业务的对应方。从理论上，或者法律角度分析，如果亏损方因种种原因无法支付应付债务，那交易所即是法定最后付款人，以确保盈利方的权利不受任何侵犯。交易所为此实行每日交易收市结算保证金，防止负债隔夜，将风险控制在最小的时间单位内。这种结算制度称为逐日盯市，或每日无负债制度。交易所依据当日成交情况得出当日结算价，并依此核算客户当日盈亏，超出初始保证金部分可自由提取，低于维持保证金的立即发出追加通知，如资金不能及时到位，合约被强制平仓的损失将全由投资者承担。

结算分为三种：一是对冲结算。交易方在合约到期之前重新买卖与自己原持有的合约数量、品种相等而交易方向相反的合约，以达到结清退场目的。从另一角度分析，这也是投资者自己与自己交割。二是实物结算。合约到期后，买方付款提券，卖方付券提款。如卖方无法筹集到所需支付的现券品种，可按规定采用混合证券品种交收法，利用其他品种现券，按比例折算成所需券种。距到期日近的债券品种折算比例接近100%，反之折扣率加大，以缓解现券交付量不足，这种现象在行情火爆时，常有发生。其弊端是，投机者可对几个关键替代品种进行炒作控制，产生多逼空或使套期保值者承担较大的收益率风险。交易所可在合约到期时，临时调高保证金比例，迫使持合约者平仓，以减少实物交割量。实物交割比例降低，反映市场流动性增强，投机旺盛。三是现金交割。这通常适用于无法进行实物交割的期货品种，如股指期货。国债期货一般不允许现金交割，否则风险难以控制。

（二）国债期货交易的国际经验

1. 美国的国债期货交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国债期货合约。美国国债现货市场十分发达，国债发行规模大、品种丰富、期限结构和持有者结构合理、流通量大，因此，国债期货交易很活跃。美国的国债分为短期、中期和长期三种，与此相对应，国债期货合约也分为短期、中期和长期。

（1）短期国债期货合约——国库券期货合约。美国的国库券期货合约是一种以 91 天（13 周）期的国库券为标的物的短期国债期货合约，它包括：交易单位，每份合约代表 100 万美元的 91 天（13 周）期的国库券；报价方式，以指数方式报出，报价指数 =（1- 年贴现率）×100；最小变动价位，1 个百分点的百分之一即 0.01%，或称为一个基本点；交割月份为每年的 3、6、9、12 月；交割品，虽然合约以 90 天国库券为标的物，但合约到期可不限于 90 天期国库券，而是根据国际货币市场（IMM）的规定，既可以是新发行的 3 个月期、91 天或 92 天国库券，也可以是有 90 天剩余期限的原来发行的 6 个月或 1 年期国库券，以确保交割的完成；交割价的计算，在交割时，空头交割短期国库券，多头支付发票金额，发票金额 = 面值 - 年贴现率 × 面值 × 到期日数 /360 天。

（2）长期国债期货合约。长期国债期货合约是以一种（虚构的）20 年期、息票利率为 8% 的长期国债为标的物的期货合约，其内容包括：交易单位，每份长期国债期货合约的数额为 10 万美元；交割月份为每年的 3、6、9、12 月；报价方式，以美元和 1/32 美元为单位报出，所报价格是面值为 100 美元的国债价格；交割方式，长期国债期货合约的交割涉及 3 天：第一天是期货合约交割月份的第一个营业日前的第二天；第二天，清算所从众多的未平仓的多头之中选择买方，一旦选定，卖方就会对某特定的交割债券开出发票，买方准备支付款项；第三天即实际交割和付款日；交割制度，美国长期国债期货合约的标的物是期限为 20 年、息票利率为 8% 的长期公债券。然而，这种标准化的标的债券在现货市场上很少存在，甚至根本不存在。因此，实行混合交割制度，即卖方可用于交割的债券是剩余期限不少于 15 年的任何美国长期公债券，这就需要引入转换系数对不同票面利率的国债进行价格折算，使每一种国债都保持 8% 的息票利率。

（3）中期国债期货合约。中期国债期货合约是一种以偿还期在 1 年以上，不超过 10 年的国债为标的物的期货合约。中期国债期货合约除了标的物和混合交割制度中交割对象的剩余期限与长期国债期货合约不同外，其他一样。由于美国国债期货合约设计合理，因此成为其他国家设计本国国债期货合约的借鉴对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国债期货交易管理体系。美国国债期货交易的管理体系是政府监管、行业协调组织管理和期货交易所自我监管的三级管理模式。

（1）政府监管。美国政府设立了联邦期货交易委员会作为统一管理全国期货市场的最高权力机构，在政府部门直接领导下，拥有独立的决策权。其基本职能是：负责管理、监督和指导各交易所及期货交易行业组织的管理；负责制定与期货交易有关的各项交易法规；负责管理期货市场的各种商业组织、金融机构和个人投资者所进行的全部交易活动；负责各种交易机构的注册、审核和批准；对违反期货交易法规和国家有关法律的机构和个人进行行政处罚或追究民事、刑事责任。

（2）行业协调组织管理。行业协调组织主要以“联合体”或“协会”的方式出现，并以“行业自治、协调和自我管理”的方式行使职权，其特点主要表现为自治性、广泛性和行业性。其职能主要是宣传、传达国家监督机关的有关政策、法规至各交易所，并为国家监管机关提供各交易所的运行和市场交易情况；强化会员的职业道德和行为规范，实施客户保护条例；定期审查专业期货人员的会员资格；审计、监督专业期货人员的资金账户、财务情况和一般交易法规的执行情况；对期货交易中的纠纷进行仲裁；普及客户和会员的期货交易知识等。

（3）期货交易所自我监管。美国期货交易所自我管理的内容主要有：检查会员资格，监督会员的义务活动；监督场内的期货交易种类、数量、品种及价格水平，保证期货交易在透明、公开竞争条件下进行；制定本交易所的规章制度和业务惯例以及细则；对经纪行会员的资本是否充足进行检查；对违章违法活动的交易会员进行行政处罚及刑事申诉，通过仲裁方式协调解决交易活动中出现的纠纷；维护交易准则的严肃性，监督法规的实际执行情况。为了更有效地进行分项管理，控制风险，美国期货交易所还设立了不同职能的30多个部门。

国债期货交易的法律体系。美国对国债期货交易管理的另一个显著特征就是精心制定有关法规条例，使国债期货交易能依法有序地高效运行，并为美国经济政策总目标的实现发挥作用。美国的国债期货交易法规体系由国家期货交易管理法规和期货交易规则（条例）两部分组成，这两部分互为补充，以不同的方式作用于国债期货交易，从而保证交易合理高效地运转。

2. 英国的国债期货交易

英国国债期货于1982年在伦敦国际金融期货交易所问世，在该交易所上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




市的品种不仅限于本国国债期货合约，还包括美、日、德和意大利等国的国债期货合约。

和美国一样，英国现代期货市场管理也是继承了“三级管理”体系，即政府监管、行业自我监管、交易所自我监管的从上而下、分层次监督管理制度。但是，英国和美国的不同之处在于：美国更加强调政府干预期货市场并且通过加强立法来管理，而英国却以“自我监管”为主，政府对期货市场的干预较少，除了某些必要的国家立法外，英国期货市场的管理完全由期货交易所及行业协会等组织机构，以及政府立法领导下制定的一些交易法规、条例来保证期货市场交易的正常运行。英国政府不直接干预市场，只有在市场出现不正常现象时，政府才运用法律手段间接管理市场和调控市场，且政府行使权力时必须以法律为准绳。英国法律体系的健全和稳定为实现期货市场管理的有序性、权威性奠定了基础。此外，英国的结算公司是独立于期货交易所的，如伦敦结算所（London Clearing House）同时为伦敦的三家期货交易所进行期货结算，这和美国、日本等国期货交易所都设有自己的结算部门不同。独立的结算所与交易所内设结算机构的区别主要体现在：独立的结算所在履约担保、控制和承担结算风险方面独立于交易所之外；交易所内设结算机构则全部集中在交易所。独立的结算所一般由银行等金融机构以及交易所共同参股，相对于由交易所独自承担风险而言，风险比较分散。

3. 日本的国债期货交易

日本的国债期货交易始于1985年，交易品种主要有长期、中期和超长期国债期货合约。日本的国债期货同时被国外的交易所如LIFFE、CBOT、SIMEX、CME上市，但东京证券交易所的交易量最大。

日本国债期货交易管理体系也是’三级监管”，即：

政府监管。日本的国债期货业务受金融厅统一监管，涉及范围包括交易所的设立、上市品种、交易所制度规则、中介机构资格审核等。金融厅授权证券交易监视委员会对国债期货的违规事件进行调查。证券交易监视委员会得出检查结果后上报金融厅，同时提出处理建议，由金融厅做出最终处理。

行业自我管理。日本的行业组织多为各类民间组织和民间协会，他们协调各交易所之间的利益，维护交易员权益，在一定程度上弥补了“归口管理”下各交易所之间的协调困难，发挥着政府和交易所之间“上令下达，下情上传”的作用。

交易所自我管理。日本的交易所全部采用芝加哥商品交易所（CME）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1998 年开发的保证金管理系统即 SPAN 系统计算保证金以控制风险，其特点是在控制风险的前提下最大限度地降低保证金的要求，提高资金使用效率。交易所对国债期货交易的监管注重实时监控和事后监控。此外，日本的交易所还十分注重信息披露制度，如东京证券交易所为了实现买卖价格公正、有序及买卖渠道畅通，自 1974 年开始采用行市导报系统，及时向投资者传递当日成交数量、价格、未平仓合约数量等各方面信息。

4. 法国的国债期货交易

1986 年法国财政部和法兰西银行联手建立了法国期货市场，此后推出了国债期货交易。法国的国债期货合约分为短期、中期和长期三种，其中短期国债期货合约是以 90 天国库券为标的物的合约；中期国债期货合约是以 4 年期国债为标的物的合约；长期国债期货合约是以 7 ~ 10 年期的国债为标的物的合约。法国国债期货交易最大的特点在于其清算系统能最大限度地保证交易和清算的安全性，在交易被自动撮合的同时，风险控制、清算、幕后文件处理等都被自动完成。

5. 德国的国债期货交易

德国的国债期货合约是以名义利率为 6% 的 8.5 ~ 10 年期国债为标的物的合约。德国拥有欧洲最大的电脑交易联网系统，与世界各地交易所进行联网交易。德国清算系统的功能和业务特点在于将交易与清算融为一体，自动化程度高、便捷、快速，成本低且适应性强。德国十分重视对国债期货市场的监管，如加强法制建设，先后通过《交易所法》和《二级金融市场促进法》，成立联邦证券监督办公室作为唯一的国家证券期货监管机构，注意加强国际联合监管，等等。

（三）中国的国债期货交易

国债期货是一种金融期货，在我国期货市场发展史上具有重要的地位和作用，可谓是中国金融期货的先驱。我国的国债期货交易试点开始于 1992 年，结束于 1995 年 5 月，历时两年半。

1992 年 12 月，上海证券交易所最先开放了国债期货交易。上交所共推出 12 个品种的国债期货合约，只对机构投资者开放。但在国债期货交易开放的近一年里，交易并不活跃。从 1992 年 12 月 28 日至 1993 年 10 月，国债期货成交金额只有 5 000 万元。

1993 年 10 月 25 日，上交所对国债期货合约进行了修订，并向个人投资者开放国债期货交易。1993 年 12 月，原北京商品交易所推出国债期货交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成为我国第一家开展国债期货交易的商品期货交易所。随后，原广东联合期货交易所和武汉证券交易中心等地方证交中心也推出了国债期货交易。

1994年第二季度开始，国债期货交易逐渐趋于活跃，交易金额逐月递增。1994年结束时，上交所的全年国债期货交易总额达到1.9万亿元。1995年以后，国债期货交易更加火爆，经常出现日交易量达到400亿元的市况，而同期市场上流通的国债现券不到1 050亿元。由于可供交割的国债现券数量远小于国债期货的交易规模，因此，市场上的投机气氛越来越浓厚，风险也越来越大。

1995年2月，国债期货市场上发生了著名的"327"违规操作事件，对市场造成了沉重的打击。1995年2月25日，为规范整顿国债期货市场，中国证监会和财政部联合颁发了《国债期货交易管理暂行办法》；2月25日，中国证监会又向各个国债期货交易场所发出了《关于加强国债期货风险控制的紧急通知》，不仅提高了交易保证金比例，还将交易场所从原来的十几个收缩到沪、深、汉、京四大市场。

一系列的清理整顿措施并未有效抑制市场投机气氛，透支、超仓、内幕交易、恶意操纵等现象仍然十分严重，国债期货价格仍继续狂涨，1995年5月再次发生恶性违规事件。

1995年5月17日下午，中国证监会发出通知，决定暂停国债期货交易。各交易场所从5月18日起组织会员协议平仓；5月31日，全国14个国债期货交易场所全部平仓完毕，我国首次国债期货交易试点以失败而告终。

## 第四节　股指期货

### 一、股指期货介绍

（一）股指期货的特点

股指期货：全称为"股票指数期货"，是以股价指数为依据的期货，是买卖双方根据事先的约定，同意在未来某一个特定的时间按照双方事先约定的股价进行股票指数交易的一种标准化协议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票市场是一个具有相当风险的金融市场，股票投资人面临着两类风险。第一类是由于受到特定因素影响的特定股票的市场价格波动，给该股票持有者带来的风险，称为非系统性风险；另一类是在作用于整个市场的因素的影响下，市场上所有股票一起涨跌所带来的市场价格风险，称为系统风险。对于非系统风险，投资者用增加持有股票种数，构造投资组合的方法来消除；对于后一种风险，投资者单靠购买一种或几种股票期货合约很难规避，因为一种或几种股票的组合不可能代表整个市场的走势，而一个人无法买卖所有股票的期货合约。在长期的股票实践中，人们发现，股票价格指数基本上代表了全市场股票价格变动的趋势和幅度。如果把股票价格指数改造成一种可买卖的商品，便可以利用这种商品的期货合约对全市场进行保值。利用股票价格指数对股票进行保值的根本原因在于股票价格指数和整个股票市场价格之间的正相关关系。

与其他期货合约相比，股票指数期货合约有如下特点：

1. 股票指数期货合约是以股票指数为基础的金融期货。长期以来，市场上没有出现单种股票的期货交易，这是因为单种股票不能满足期货交易上市的条件。而且，利用它也难以回避股市波动的系统性风险。而股票指数由于是众多股票价格平均水平的转化形式，在很大程度上可以作为代表股票资产的相对指标。股票指数上升或下降表示股票资本增多或减少，这样，股票指数就具备了成为金融期货的条件。利用股票指数期货合约交易可以消除股市波动所带来的系统性风险。

2. 股票指数期货合约所代表的指数必须是具有代表性的权威性指数。目前，由期货交易所开发成功的所有股票指数期货合约都是以权威的股票指数为基础。比如，芝加哥商业交易所的 S & P 500 指数期货合约就是以标准普尔公司公布的 500 种股票指数为基础。权威性股票指数的基本特点就是具有客观反映股票市场行情的总体代表性和影响的广泛性。这一点保证了期货市场具有较强的流动性和广泛的参与性，是股指期货成功的先决条件。

3. 股指期货合约的价格是以股票指数的“点”来表示的。世界上所有的股票指数都是以点数表示的，而股票指数的点数也是该指数的期货合约的份额。例如，S&P500 指数六月份为 260 点，这 260 点也是六月份的股票指数合约的价格。以指数点乘以一个确定的金额数值就是合约的金额。在美国，绝大多数的股指期货合约的金额是用指数乘以 500 美元，例如，在 S&P500 指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




数 260 点时，S&P 500 指数期货合约代表的金额为 260×500=130000 美元。指数每涨跌一点，该指数期货交易者就会有 500 美元的盈亏。

4. 股票指数期货合约是现金交割的期货合约。股票指数期货合约之所以采用现金交割，主要有两个方面的原因，第一，股票指数是一种特殊的股票资产，其变化非常频繁，而且是众多股票价格的平均值的相对指标，如果采用实物交割，势必涉及繁琐的计算和实物交接等极为麻烦的手续；第二，股指期货合约的交易者并不愿意交收该股指所代表的实际股票，他们的目的在于保值和投机，而采用现金交割和最终结算，既简单快捷，又节省费用。

（二）股票指数期货的特征

1. 股指期货引入了套期保值、套利和投机等市场功能。其中，基于大量或虚或实的市场新信息而进行的投机活动，引发了股指期货交易的活跃，并因此而改变了期、现价格之间正常的顺逆差，从而使大量的套利活动得以频繁发生，并因此促使期、现价格走势趋于一致（这导致股指期货价格走势一定程度上可起到预示股价走势的作用）。于是，投机活动所带来的足够多的交易对手，以及期、现价格走势的基本吻合，就保证了套期保值交易能够顺利实现期、现间的精确对冲，从而能起到转移现货价格风险的作用。此外，上述分析也表明，市场的套利和套期保值活动一定程度上可遏制股指期货的过度投机炒作。

2. 由于股指期货具有交易成本低，杠杆倍数高，指令执行速度快等优点，因此，投资者将倾向于在收到市场新信息后，优先在期市调整头寸，这将导致短期来看期市价格一定程度上超前股市价格。但是，期、现价格之间顺逆差的异常变动将吸引更多的市场套利活动，从而确保了现货价格不会偏离期货价格太远。因此，从长期来看，本质上仍然是各种宏微观因素基本面决定的股市价格，主导了期市价格的变化；

3. 相对于融券交易的卖空机制，股指期货的卖空并不实质上涉及现货卖券，故不会直接加剧市场的下跌动能，加之股指期货的流动性大，冲击成本低，市场交易造成的价格变动小，因而受到倾向频繁操作的投机者的喜好。更重要的是，由于实行 T+0 交易的股指期货交易是合约双方多头和空头的双向操作，加之套利机制的存在，以及合约数量可随交易量的变动而变动，这就使得股指期货不易出现像权证一般的权证价格与正股价格严重脱节的现象，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



即不会出现股指期货价格走势严重偏离大盘走势的人为操控现象。

4. 以往机构投资者在大规模建仓过程中，往往为了在股价低点获取廉价筹码而通过“扫单”（即大的抛单打压股价，小的抛单随后推进价格）等方式连续打压股价。然而，考虑到在上述过程中，机构投资者的自有资金难免会遭受较大的损失，而且即便投资者认为当前的市场估值已经明显偏高，主动做空所导致的上述损失风险，仍将导致投资者的做空愿望不足。此时，股指期货所具有的做空机制将有助于机构投资者顺利实现迅速和低成本的锁定建仓成本，并通过期价对股价的引导作用而迫使股市向下调整。

5. 由于股指期货具有做空机制，能够完善市场定价功能，从而有利于化解我国 A 股市场多年来单边运行所带来的系统性风险；同时，股指期货的价格波动更大，并通过套利活动影响到现货价格，从而增加了现货市场的波动；特别是当前市场整体市盈率偏高，股指期货推出初期所引发的市场做空动能可能更大。

6. 股指期货有利于投资人合理配置资产。如果投资者只想获得股票市场的平均收益，或者看好某一类股票，如科技股，如果在股票现货市场将其全部购买，无疑需要大量的资金，而购买股指期货，则只需少量的资金，就可跟踪大盘指数或相应的科技股指数，达到分享市场利润的目的。而且股指期货的期限短（一般为三个月），流动性强，这有利于投资人迅速改变其资产结构，进行合理的资源配置。

另外，股指期货为市场提供了新的投资和投机品种；股指期货还有套利作用，当股票指数期货的市场价格与其合理定价偏离很大时，就会出现股票指数期货套利活动；股指期货的推出还有助于国企在证券市场上直接融资；股指期货可以减缓基金套现对股票市场造成的冲击。

7. 股票指数期货为证券投资风险管理提供了新的手段。它从两个方面改变了股票投资的基本模式。一方面，投资者拥有了直接的风险管理手段，通过指数期货可以把投资组合风险控制在浮动范围内。另一方面，指数期货保证了投资者可以把握入市时机，以准确实施其投资策略。以基金为例，当市场出现短暂不景气时，基金可以借助指数期货，把握离场时机，而不必放弃准备长期投资的股票。同样，当市场出现新的投资方向时，基金既可以把握时机，又可以从容选择个别股票。正因为股票指数期货在主动管理风险策略方面所发挥的作用日益被市场所接受，所以近二十年来世界各地证券交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纷纷推出了这一交易品种，供投资者选择。

从国外股指期货市场发展的情况来看，使用指数期货最多的投资人当属各类基金（如各类共同基金、养老基金、保险基金）的投资经理。另外其他市场参与者主要有：承销商、做市商、股票发行公司。

## 二、股指期货的发展历程

### （一）股指期货的产生与发展

同其他期货交易品种一样，股指期货也是适应市场规避价格风险的需求而产生的。

二战以后，以美国为代表的发达市场经济国家的股票市场取得飞速发展，上市股票数量不断增加，股票市值迅速膨胀。以纽约股票交易所为例：1980年其股票交易量达到3749亿美元，是1970年的3.93倍；日均成交4490万股，是1960年的19.96倍；上市股票337亿股，市值12430亿美元，分别是1960年的5.185倍和4.05倍。股票市场迅速膨胀的过程，同时也是股票市场的结构不断发生变化的过程：二战以后，以信托投资基金、养老基金、共同基金为代表的机构投资者取得快速发展，它们在股票市场中占有越来越大的比例，并逐步居于主导地位。机构投资者通过分散的投资组合降低风险，然而进行组合投资的风险管理只能降低和消除股票价格的非系统性风险，而不能消除系统性风险。随着机构投资者持有股票的不断增多，其规避系统性价格风险的要求也越来越强烈。

股票交易方式也在不断地发展进步。以美国为例：最初的股票交易是以单种股票为对象的。1976年，为了方便散户的交易，纽约股票交易所推出了指定交易循环系统（简称DOT），该系统直接把交易所会员单位的下单房同交易池联系了起来。此后该系统又发展为超级指定交易循环系统（简称SDOT）系统，对于低于2099股的小额交易指令，该系统保证在三分钟之内成交并把结果反馈给客户；对于大额交易指令，该系统虽然没有保证在三分钟内完成交易，但毫无疑问，其在交易上是享有一定的优惠和优势的。与指定交易循环系统几乎同时出现的是：股票交易也不再是只能对单个股票进行交易，而是可以对多种股票进行“打包”，用一个交易指令同时进行多种股票的买卖即进行程序交易（program trading，亦常称程式交易）。对于程序交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的概念，历来有不同的说法。纽约股票交易所从实际操作的角度出发，认为超过 15 种股票的交易指令就可称为程序交易。而一般公认的说法则是，作为一种交易技巧，程序交易是高度分散化的一篮子股票的买卖，其买卖信号的产生、买卖数量的决定以及交易的完成都是在计算机技术的支撑下完成的，它常与衍生品市场上的套利交易活动，组合投资保险以及改变投资组合中股票投资的比例等相联系。伴随着程序交易的发展，股票管理者很快就开始了“指数化投资组合”交易和管理的尝试，“指数化投资组合”的特点就是股票的组成与比例都与股票指数完全相同，因而其价格的变化与股票指数的变化完全一致，所以其价格风险就是纯粹的系统性风险。在“指数化投资组合”交易的实践基础上，为适应规避股票价格系统性风险的需要而开发股票指数期货合约，就成为一件顺理成章的事情了。

看到了市场的需求，堪萨斯城市交易所在经过深入的研究、分析之后，在 1977 年 10 月向美国商品期货交易委员会提交了开展股票指数期货交易的报告。但由于商品期货交易委员会与证券交易委员会关于股票指数期货交易管辖权存在争执，另外交易所也未能就使用道琼斯股票指数达成协议，该报告迟迟未获通过。直到 1981 年，新任商品期货交易委员会主席菲利蒲 ·M· 约翰逊和新任证券交易委员会主席约翰 · 夏德达成协议，明确规定股指期货合约的管辖权属于商品期货交易委员会，才为股指期货的上市扫清了障碍。

到 1982 年 2 月 16 日，堪萨斯城市交易所开展股指期货的报告终于获准通过。24 日，该交易所推出了道琼斯综合指数期货合约的交易。交易一开市就很活跃，当天成交近 1800 张合约。此后，在 4 月 21 日，芝加哥商业交易所推出了 S & P500 股指期货交易，当天交易量就达到 3963 张。日本、香港地区、伦敦、新加坡等地也先后开始了股票指数的期货交易，股指期货交易从此走上了蓬勃发展的道路。目前，股指期货已发展成为最活跃的期货品种之一，股指期货交易也被誉为 20 世纪 80 年代“最激动人心的金融创新”。

1. 股票指数期货的产生（20 世纪 70 年代）

与外汇期货、利率期货和其他各种商品期货一样，股票指数期货同样是顺应人们规避风险的需要而产生的，而且是专门为人们管理股票市场的价格风险而设计的。

根据现代证券投资组合理论，股票市场的风险可分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险是由宏观性因素决定的，作用时间长，涉及面广，难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以通过分散投资的方法加以规避，因此称为不可控风险。非系统风险则是针对特定的个别股票（或发行该股票的上市公司）而发生的风险，与整个市场无关，投资者通常可以采取投资组合的方式规避此类风险，因此，非系统风险又称可控风险。投资组合虽然能够在很大程度上降低非系统风险，但当整个市场环境或某些全局性的因素发生变动时，即发生系统性风险时，各种股票的市场价格会朝着同一方向变动，单凭在股票市场的分散投资，显然无法规避价格整体变动的风险。为了避免或减少这种所谓不可控风险的影响，人们从商品期货的套期保值中受到启发，设计出一种新型金融投资工具——股票指数期货。

股票指数期货交易的实质，是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程，通过对股票趋势持不同判断的投资者的买卖，来冲抵股票市场的风险。由于股票指数期货交易的对象是股票指数，以股票指数的变动为标准，以现金结算为唯一结算方式，交易双方都没有现实的股票，买卖的只是股票指数期货合约。

20 世纪 70 年代，西方各国受石油危机的影响，经济发展十分不稳定，利率波动剧烈，导致股票市场价格大幅波动，股票投资者迫切需要一种能够有效规避风险，实现资产保值的金融工具。于是，股票指数期货应运而生。它的兴起，一方面给拥有股票和将要购买或抛出股票的投资者提供了转移风险的有效工具，另一方面也给了期货投机者以投机的机会，使得股票指数期货迅速得到了不同投资者的青睐。

2. 投资组合替代方式与套利工具（1982 年～ 1985 年）

自美国堪萨斯期货交易所推出价值线综合指数期货之后 3 年，投资者逐渐改变了以往进出股市的传统方式，即挑选某个股票或某组股票，还诞生出其他投资方式。包括：第一，复合式指数基金（synthetic index fund）诞生，即投资者可以通过同时买进股票指数期货及国债的方式，达到买进成分指数股票投资组合的同样效果；第二，运用指数套利（return enhancement），套取几乎没有风险的利润。这是由于股票指数期货推出的最初几年，市场效率较低，常常出现现货与期货价格之间基差较大的现象，对交易技术较高的专业投资者，可通过同时交易股票和股票期货的方式获取几乎没有风险的利润。

3. 动态交易工具（1986 年～ 1989 年）

股指期货经过几年的交易后，市场效率逐步提高，运作较为正常，逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



演变为实施动态交易策略得心应手的工具，主要包括以下两个方面。第一，通过动态套期保值（dynamic hedging）技术，实现投资组合保险（portfolio insurance），即利用股票指数期货来保护股票投资组合的跌价风险；第二，进行策略性资产分配（asset allocation）。期货市场具有流动性高、交易成本低、市场效率高的特征，恰好符合全球金融国际化、自由化的客观需求。尤其是过去10年来，受到资讯与资金快速流动、电脑与通讯技术进步的冲击，如何迅速调整资产组合，已成为世界各国新兴企业和投资基金必须面对的课题，股票指数期货和其他创新金融工具提供了解决这一难题的一条途径。

4. 股票指数期货的停滞期（1988年～1990年）

1987年10月19日，美国华尔街股市单日暴跌近25%，从而引发全球股市重挫的金融风暴，即著名的“黑色星期五”。虽然事过20余载，对如何造成恐慌性抛压，至今众说纷纭。股票指数期货一度被认为是“元凶”之一，使股票指数期货的发展在那次股灾之后进入了停滞期。尽管连著名的“布莱迪报告”也无法确定期货交易是唯一引发恐慌性抛盘的原因，事实上，更多的研究报告指出，股票指数期货交易并未明显增加股票市场价格的波动性。

为了防范股票市场价格的大幅下跌，包括各证券交易所和期货交易所均采取了多项限制措施。如纽约证券交易所规定道琼斯30种工业指数涨跌50点以上时，即限制程式交易（program trading）的正式进行。期货交易所则制定出股票指数期货合约的涨跌停盘限制，借以冷却市场发生异常时恐慌或过热情绪。这些措施在1989年10月纽约证券交易所的价格“小幅崩盘”时，发挥了异常重要的作用，指数期货自此再无不良记录，也奠定了90年代股票指数期货更为繁荣的基础。

5. 蓬勃发展阶段（1990年～至今）

进入1990年代之后，股票指数期货应用的争议逐渐消失，投资者的投资行为更为理智，发达国家和部分发展中国家相继推出股票指数期货交易，配合全球金融市场的国际化程度的提高，股指期货的运用更为普遍。

股指期货的发展还引起了其他各种非股票的指数期货品种的创新，如以消费者物价指数为标的的商品价格指数期货合约，以空中二氧化硫排放量为标的的大气污染期货合约，以及以电力价格为标的的电力期货合约等等。可以预见，随着金融期货的日益深入发展，这些非实物交收方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




（二）股指期货的最新动态

自股指期货诞生以来，由于其交易成本低，抗风险强等优点，逐渐受到了投资者的青睐。美国股指期货交易的成功，引起了世界各国和地区的模仿，最终使得股指期货在世界各国得到了迅速的发展。

1983 年 2 月，澳大利亚悉尼期货交易所继美国之后，推出以澳大利亚证券交易所普通股价格指数为标的指数的股指期货合约，成为除美国之外第一个开办股指期货交易的国家；1984 年 5 月，伦敦国际金融期货交易所开办了金融时报——证券交易所 100 种股票价格指数（FTSE100）期货交易和金融时报——证券交易所 100 欧洲股票指数期货交易；1986 年 5 月，香港期货交易所开办了恒生 33 指数期货交易，恒指期货一经推出即受到市场的广泛欢迎，报出当月成交量即达到了 31070 份合约；1986 年 9 月，新加坡国际金融交易所（SIMEX）推出了以日本股票市场上的日经股票价格指数（也称日经 225 股票价格指数，简称日经 225 指数）为标的指数的股指期货交易，在世界上开创了以其他国家股票市场的股票价格指数为标的指数的先例；1988 年 9 月，日本证券市场也推出了股指期货交易，东京证券交易所和大阪证券交易所分别推出了东证股票价格指数期货交易和日经 225 股票价格指数的期货交易。除此之外，从 20 世纪 80 年代起，法国、德国等主要欧洲大陆国家也纷纷推出了各自的股指期货合约，如法国期货交易所的 CAC40 股票价格指数期货合约、德国期货交易所的 DAX 股票价格指数期货等。

在发达国家成功推出股指期货交易的基础上，一些新兴的证券市场也纷纷借鉴这些国家的经验，开始建立和发展本国金融衍生品市场的尝试。在亚洲，马来西亚于 1995 年 11 月推出了吉隆坡综合指数期货合约；韩国于 1996 年 6 月开设了 KOPSI200 股指期货；1998 年 7 月，中国台湾地区的台湾国际金融交易所推出了台湾股票市场的第一个金融衍生品种——台证综合股指期货。前苏联和东欧地区的俄罗斯、匈牙利、波兰等经济转轨国家及南美洲的巴西、智利等国家也已经相继开办了股指期货交易，并取得了相当程度的发展。从上世纪 90 年代以来，股指期货呈现出如下的发展趋势：

1. 股指期货的电子化交易网络促使全球股指期货市场融合

自 20 世纪 90 年代以来，随着信息技术的飞速发展，新的电子交易系统和 24 小时在线交易开通已成为现实。1997 年，CME 推出 E-MINIS&P500 指数电子平台 24 小时交易，EUREX 推出电子交易系统，法国 MATIF 推出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



NSC 系统，CME 推出 GLOBEX2 交易系统，CBOT 与 EUREX 联合建立跨越大西洋的电子交易平台。新的电子交易系统容许交易者从一个终端进行多个市场的期货交易，并能够进行 24 小时的交易。这一方面增加了交易者的灵活性，降低了交易成本，从而刺激了交易量，另一方面促进了股指期货全球电子化交易网络的形成，促使全球股指期货市场走向融合。

2. 股指期货交易量不断上升

2006 初，美国期货业协会（FIA）发布“Annual Volume Survey”。统计显示，2005 年全球期货、期权交易量达到近 99 亿手，其中，金融期货、期权贡献了 91.39 亿手，占到 91.31%。而股指期货、期权的交易量则达到了 40.80 亿手，占到了金融期货、期权交易量的 44.64%，总交易量的 41.21%。可见，股指期货、期权是交易量最大的品种，几乎占据了全球期货期权的半壁江山。

3. 品种创新不断，世界市场竞争日益激烈

由于股指期货、期权由于标的物是虚拟的指数，因而更容易开发出交易者需求的新品种。在 20 多年的发展之中，股指类衍生品创新层出不穷。1997 年，CME 为满足中小投资者的需求推出了 E-MiniS&P500 股指期货，后来又以全球不同经济区指数为标的推出欧洲领先 100 期货、期权等。针对中国大陆没有股指期货上市，而投资者有避险需求这一情况，2004 年 10 月，CBOE 推出了美国证券市场上的第一只中国股指期货产品，SGX 宣布于 2006 年 9 月 5 日推出新华富时 A50 中国指数期货，香港交易所推出新华富时中国 25 指数，就连名不见经传的文莱国际交易所也筹划推出中国股指期货。另外，由于股指期权特别是迷你股指期权所需资金成本低，履约方式灵活，所以正在成为股指衍生品中发展最快的一部分。在 2005 年全球增长速度最快的 10 个合约中，有 4 个是股指期权。表现得最为突出的是韩国，韩国交易所的 KOSPI200 迷你期权合约几乎成为妇孺皆知的投资工具，颇受中小散户的推崇。截至 2004 年底，在加入了国际交易所联合会（FIBV）的 237 家证券交易所中，在 34 个国家或地区有 39 家交易所至少有一个股指期货或股指期权品种在挂牌交易，这 39 家交易所总计有 188 个股指期货品种。随着全球金融市场的不断融合，很多国家都上市以其他国家或地区的股价指数为标的的期货、期权合约，国家和地区之间市场竞争日益激烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 三、股指期货中的套期保值、套利与投机

股票指数期货的套期保值是为了规避在股票现货市场的价格波动风险。运用股票指数期货套期保值交易，可以利用股票指数期货交易的以下优点：（1）无须调整现货头寸，就可以规避系统风险。进行证券组合投资的机构经理人可在无须调整股票现货的情况下对其投资头寸进行套期保值。（2）可以大大地节省交易费用。与所有其他期货一样的保证金系统，使投资者在无须投入大量资金的情况下得以完全参与市场的交易。（3）可以便利地建立空头头寸。而在现货市场上卖空股票，则通常需要一定的股票借贷安排以便交割所售股票，此外，还有些股票交易所的所谓“上扬卖空”规定，即仅在市场上升以后才可卖空。期货市场则不存在此类障碍。

和其他期货交易一样，股票指数期货的套期保值也可分为空头套期保值和多头套期保值两种。空头套期保值主要适用于投资者持有现货股票以及准备在未来某时发行股票等情况，而多头套期保值主要适用于投资者计划在未来某时买进股票以及在目前卖空股票等情况。

（一）贝塔系数

股票指数期货是以股票现货市场价格指数为标的物，而股票指数所反映的是整个股票市场各种股票市场价格的平均水平及其变动情况。对于某一机构投资者而言，尤其对于个人投资者而言，他们所持有的股票只是其中几种股票，而不可能购买或持有相当于股票指数结构涵盖的所有股票，所以交易者持有的股票价格变动未必和股票指数的价格变动一致。因此，人们利用股票指数期货来对这些具体的股票实施套期保值，未必能产生如期的效果。这是因为股票指数上升，并不等于个别股票的价格也上升；同样，股价指数下跌，也并不等于个别股票的价格也下跌。另一方面，即使个别股票的市场价格和整个股票市场的价格波动方向一致，其变动幅度也未必一致。例如，市场利率的变动固然要引起各种股票的市场价格的反方向变动，但各种股票所受的影响程度未必相同；又如通货膨胀率的升降及经济周期各阶段的更替也会引起整个股票市场上所有股票的价格波动。但不同行业的股票价格波动幅度的大小又各不相同。因此，即使撇开非系统风险不谈，单就系统性风险而言，则各种股票风险的大小是不同的。

这样，在利用股票指数期货进行套期保值时，如果套期保值者对这种风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



险的不一致估计不足或根本没有考虑，则这种套期保值一定是不完全的。

为了避免上述情况的发生，尽可能实现完全的套期保值，在利用股票指数期货进行套期保值时，通常用贝塔系数来确定和调整套期保值所需的期货合约数，以尽可能地使系统风险得到防范。贝塔系数是用来衡量一种证券（或一组证券）风险与整个证券市场的风险程度之间的关系的指标。例如，某股票的贝塔系数为 1.5，就表示如果整个股市价格下跌 10%，则该股票价格将下跌 15%；又如，如果某股票的贝塔系数为 0.5，则表示如果整个股市价格上升 10%，则该股票的价格只上升 5%。相对于整个市场而言，前一种股票的风险较大，而后一种股票的风险较小。但是，高风险对应着盈利机会也大，低风险对应的盈利机会也小。一般来说，若某种股票（或某种证券组合）的贝塔系数大于 1，则表示该种股票（或该种证券组合）的风险大于整个股票市场的风险，或者说收益大于市场的收益率；反之，若某种股票（或某种证券组合）的贝塔系数小于 1，则表示该种股票（或该种证券组合）的风险小于整个股票市场的风险，或者说收益率小于市场的收益率。在操作实务中，各种股票（或证券组合）的贝塔系数通常可从经纪公司或某些数据库获得，也可根据历史资料，利用回归方法求得。

在股票指数期货的套期保值中，贝塔系数是确定套期保值比率的重要因素，这种根据贝塔系数确定套期保值比率，对现货头寸实施套期保值的方式，就是所谓的“贝塔加权套期保值”。投资者可以按照以下的公式计算套期保值所需的期货合约数：

$$\text{套期保值所需要的合约数} = \frac{\text{现货总价值}}{\text{期货合约的价值}} \times \text{贝塔系数}$$

由上面的公式可知道，当现货股票或证券组合的总值一定，贝塔系数越大，则所需的期货合约数就越多；贝塔系数越小，则所需的期货合约数就越少。

（二）空头套期保值

空头套期保值，是交易者为规避已拥有的证券资产价格下降风险而采取的措施。进行这种交易的情况主要是手中已持有股票现货的投资者，他们对未来股市走势没有把握或预测股价会下跌，为避免股价下跌可能出现的损失，他们采用卖出股票指数期货来进行套期保值。这样一旦股市真的下跌，他们就可以从期货市场上卖出的股票指数期货合约的交易中获利，以弥补由于股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市下跌在股票现货交易市场所遭受的损失。

假定在 9 月 1 日，某投资者在股票市场上进行了价值为 2.24 亿美元的组合投资，经过计算分析，他的股票组合和 S&P500 指数的贝塔系数值为 0.9。该投资者认为近期股票市场可能下跌，为了规避价格下跌的风险，他决定在期货市场上利用 S&P500 指数期货进行空头套期保值。假设当前 S&P500 股票指数是 1380 点，而 12 月 1 日到期的期货合约价值为 1400 点，每点乘数为 250 美元，该投资者在期货市场上卖出的 S&P500 股票指数期货的合约数应当为：

$$\frac{V_P}{V_F}\times\beta=\left(\frac{2.24\text{亿}}{1400\times2500}\right)\times0.9=576\text{张}$$

12 月 1 日，现指跌到 1242 点，而期指跌到 1260 点（现指跌了 138 点，期指跌了 140 点），即两者都跌了 10%，但该投资者的股票组合投资的价值下跌了 9%，此时该投资者买进 576 张期货合约进行平仓。则该投资者的损益情况为：现货价值亏损 9%，即减值 0.2016 亿美元；期货合约盈利 576×140×250=0.2016 亿美元，两者相等（见下表）。

| 日期 | 股票市场 | 期货市场 |
|---|---|---|
| 9月1日 | 持有2.24亿股票组合头寸 | 卖出576张12月份S&P500股票指数期货合约，期指点为1400，合约总价值为576×1400×250=2.016亿美元 |
| 12月1日 | S&P500股票指数下跌至1242点，该投资者的股票组合头寸价值亏损0.2016亿美元 | 买进576张12月份S&P500股票指数期货合约，期指点为1400，合约总价值为576×1260×250=1.8144亿美元 |
| 损益 | 亏损0.2016亿美元 | 盈利0.2016亿美元 |

如果该投资者不进行套期保值，他在股票市场上的头寸将损失 0.2016 亿美元。而在进行了股票指数期货空头套期保值交易后，在股票指数期货交易的盈利对冲下，他的实际净亏损为 0，股票指数期货的空头交易大大降低了他在股票市场上面临的风险。

（三）多头套期保值

在某些时候，股票价格的上升而不是下降也会使一些投资者蒙受损失。在这种情况下可以使用股票指数期货的多头套期保值来规避股票价格上升的风险。例如某投资者将来能收到一笔款项，并准备用于投资于股票而担心股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价上涨的情况，就可以采取多头套期保值的交易策略。

假定某机构在 4 月 15 日得到承诺，6 月 10 日会有 300 万元的资金到帐。该机构决定将这笔资金投资于证券市场，假定该机构选定的投资组合的贝塔系数为 1.2。由于现在股市行情看涨，他们担心资金到账时，股价已经上涨，因此就很难用这笔资金买到想要的股票数量。于是决定采取买进股指期货合约的方法锁定成本。假定 6 月到期的期指为 1500 点，每点乘数为 100 元。则该机构应该买进的 6 月份股指期货合约的数量为：

$$\frac{300\text{万元}}{1500\times100}\times1.2=24\text{张}$$

6 月 10 日，该机构如期收到 300 万元，这时现指与期指都上涨了 10%，即股票组合的价格上涨了 12%，这时买进预先想要的股票，需要花费 336 万元，资金缺口为 36 万元。由于他们在指数期货上做了多头保值，因此，在 6 月 10 日当天将股票指数期货合约卖出平仓，共计盈利 24×（1650-1500）100=36 万元，正好与资金缺口相等。可见，通过多头套期保值，该机构实际上锁定了股票的购入成本。

（四）套利交易

期货市场的套利是指投资者利用时间、空间以及不同商品之间的价格差异进行低买高卖的交易。所以，期货市场上的套利有多种，包括跨市套利、跨期套利、跨品种套利以及期货和现货之间的套利。

如果股票指数期货合约的价格与其理论价格发生了偏离，则预示有套利的机会。例如，假设期货合约的价格高于期货合约的理论价格，套利者将会卖出股票指数期货，买进股票指数组合现货以获利，这样的套利将导致期货合约价格下降，股票指数组合的现货价格上升，直到期货合约的价格等于它理论价格。

按照股指期货理论的持有成本理论，股指期货的持有成本包括资金占用成本和持有期间可能得到的股票红利。这样股指期货理论价格 = 现货指数价格 + 融资成本 - 股息收入。

在实际交易的过程中，由于存在交易成本，所以存在一个无套利区间，在这个区间中，套利交易将会导致亏损。若将正向套利理论价格上移的价位称为无套利区间的上界，反向套利理论价格下移的价位称为下界，则只有当实际期货价格高于上界时，才能进行正向套利；反之，只有当实际期货价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




低于下界时，反向套利才能进行。显然，对于套利者来说，正确计算无套利区间的上下界是十分重要的。

需要注意的是，在实际套利的过程中，进行股票指数组合投资的买卖是一个非常复杂的交易过程，因此，套利交易需要按照股票指数的结构比例购买股票现货，并要能非常迅速的进行现货股票的买卖。另外，买卖的股票组合与股票指数是否完全一致，本身也是个问题。这对于交易者来说，都是个挑战。解决前者的办法是通过由计算机执行来实现自动买卖，人们把这种交易称为程序化交易。而对于股票组合与股票指数造成的误差，即模拟误差则是无法完全避免的，只能尽量去减少这种误差。

（五）投机交易

股指期货投机是投机者根据指数期货价格变动的预测，通过看涨时买进、看跌时卖出而获取利润的交易行为。与其他金融期货的投机策略一样，股指期货的投机策略根据投机者所建仓的部位不同，可以分为多头投机和空头投机。股指期货多头投机通常指投机者预期某种股指期货的市场价格将上涨，从而买进该期货合约，以期在市场价格上涨后通过对冲而获利的交易策略；股指期货的空头投机则是指投机者预期某种股指期货的市场价格将下跌，从而卖出该期货合约以期在市场价格下跌后通过对冲而获利的交易策略。

1. 股指期货多头投机

假定 2000 年的 1 月 5 日，在 CME 交易的 3 月份交割的 S&P500 股票指数期货合约价格为 187.42 点，某投机者预期该期货合约价格将上涨，于是以该价格买入 20 张 3 月份到期的 S&P500 股票指数期货合约。投机者这一交易行为，可能会面临以下三种结果：

①如果预测准确，在 3 月 10 日，3 月份到期的 S&P500 股票指数期货合约涨至 194.62 点，该投机者通过对冲获利 72000 美元。即：

$$(194.62-187.42) \times 500 \times 20=72000\text{（美元）}$$

②如果在 3 月 10 日，3 月份到期的 S&P500 股票指数期货合约价格既未上涨，也未下跌，仍维持在 187.42 点，则投机者平仓既无亏损，也无盈利。

③如果该投机者预测错误，3 月 10 日，S&P500 股票指数期货合约价的价格下跌至 178.42，则该投机者将亏损 90000 美元，即：

$$(178.42-187.42) \times 500 \times 20=-90000\text{（美元）}$$

投机者一旦建立了多头投机仓位，其盈亏就完全取决于市场价格的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动方向和变动幅度。若市场价格上涨，投机者可获利，上涨幅度越大，盈利也越大；若市场价格下跌，投机者将亏损，且下跌幅度越大，亏损越大；市场价格不变，则既无盈利也无亏损（若考虑交易费用，则其损失为交易成本）。

2. 股指期货空头投机

假定 2000 年的 1 月 5 日，CBOT 的 MMI 指数期货合约的市场价格为 572 点，某投机者预期该指数期货合约的市场价格将下跌。于是以 572 点的价格卖出 20 张 6 月到期的 MMI 指数期货合约，以期获得空头利润。在合约到期前，他将面临以下三种情况而导致盈利、亏损或不赔不赚。

①如果预测准确，至 6 月 5 日。6 月份到期的 MMI 指数期货合约果然下跌至 560 点，投机者通过平仓将获得 60000 美元，即：

$$(572-560)\times 250\times 20=60000（美元）$$

②如果在 6 月 5 日，6 月份到期的 MMI 指数期货合约既未上涨，也未下跌，仍维持在 572 点，该投机者平仓既不亏损，也无盈利。

③如果该投机者预测错误，MMI 指数期货合约上涨至 588 点元，则 6 月 5 日该投资者将亏损 80000 美元，即：

$$(572-588)\times 250\times 20=-80000（美元）$$

与多头投机相比，空头投机的盈亏特征正好与空头投机的盈亏特征相反。当投机者建立了空头投机头寸后，若市场价格下跌，投机者将盈利，市场价格下跌幅度越大，则盈利越多；反之，若市场价格上涨，则投机者将亏损，且市场价格上涨幅度越大，亏损越多。

综上所述，无论是多头投机还是空头投机，对股指期货价格变动的预期是至关重要的，如果投机者对期货价格变动的方向预期正确，他可以得到数倍于原始投入风险资本的利润（杠杆效应所致）。但如果他的预期是错误的，他同样会由于杠杆效应而遭受数倍于其原始投资额的损失。由此可见，股指期货投机实际上是一种高利润高风险的交易行为。

## 四、股指期货合约的内容

1. 合约价值

股指期货合约的价值是由相关标的指数的点数与规定的货币金额乘积来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表示，规定的货币金额被称为乘数。合约价值的大小既与标的指数的高低有关，也与规定的乘数大小有关。美国堪萨斯城市期货交易所的综合价值线指数、芝加哥商业交易所的 S & P500 股票指数和纽约期货交易所的综合指数这三种期货合约的单位价格都是现时指数的 500 倍。芝加哥期货交易所的主要市场指数期货合约单位价格为现时指数的 100 倍。恒生股票指数期货合约单位价格为现时指数的 50 倍。

2. 最小变动价位点

股指期货合约的报价是按照指数点进行的，其价格必须是交易所规定的价值的整数倍，指数期货中的最小变动价位通常比基础指数的实际最小变动价位来得大。实践中，各国的期货交易所对对小变动价位都有具体的规定，比如芝加哥商业交易所的 S & P500 股票指数合约的最小变动价位是 0.1，香港恒生指数期货合约的最小变动价位是 1。

3. 每日价格波动幅度限制

为了防止市场发生恐慌和投机狂热，避免单个交易日内太大的交易损失，很多交易所规定了单个交易日中合约价值最大的上升和下降极限。假如价格达到极限，随后的交易只允许在极限内进行，或者暂停交易直到下一个交易日。在实际的交易中，价格的极限通常是与前一个交易日的结算价相联系。值得注意的是，并不是每个交易所对每日的价格波动幅度都作限制的，如香港恒指期货交易、英国的 FT—SE100 指数期货交易就没有这种限定。

4. 持仓限额

为了防止少数资金实力雄厚的交易者通过超量持仓操纵市场，很多交易所还对交易者的持仓限额作了规定。有些交易所为了及早发现与监控大户的动向，还特别设置了大户持仓申报制度。对会员与客户的持仓限额的具体数量规定，各个交易所不尽相同。有的交易所将持仓限额的数量设置为总持仓的一个相对百分比，并没有明确的具体数量。而有的交易所对最大持仓限额的规定就有明确的数量。

5. 最后结算价

最后结算价是期货合约的最后清盘价。在最后结算日，不仅所有的未平仓合约必须按逐日盯市方法结算，而且所有的未平仓合约都要按照最后的结算价全部平仓。因此，如何确定最后结算价格是至关重要的。如果结算价的制定方法采用期货交易的收盘价，极容易被人为操纵。为避免这种情况发生，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股指期货的最后结算价一般都是依据现货指数确定的。如 CME 采用最后结算日 S & P500 现指开盘价作为结算价，香港采用最后交易日现货恒指每 5 分钟报价的平均值整数为最后结算价等。

# 第五节　沪深300——中国股指期货

中国股指期货于 2010 年 4 月 16 日与投资者见面，首批四个沪深 300 股票指数期货合约登场。首批上市合约为 2010 年 5 月、6 月、9 月和 12 月合约，挂盘基准价均为 3399 点。

根据基准价，按照业内保证金平均 18% 的水平，18 万元左右可以做一手股指期货。

据中国期货协会数据显示，2010 年 4 月至 12 月，股指期货沪深 300 各合约的成交金额共达 410698.77 亿元（单边数据），股指期货累计成交总额已经占到整个中国期货市场成交总额的 26%。

美国于 1982 年推出了世界上首个股指期货产品，但直到 1984 年，美国股指期货合约的交易量才达到其整个期货市场交易量的 20% 以上。这表明，中国的股指期货市场运行情况非常活跃，8 个月时间跨越了美国 3 年的历程。

## 一、沪深300指数

所谓沪深 300 指数，是为反映中国证券市场股票价格变动的概貌和运行状况，并能够作为投资业绩的评价标准，为指数投资及指数衍生产品创新提供基础条件，沪、深证券交易所编制并发布的沪、深 300 统一指数。

沪深 300 指数期货是以沪深 300 指数作为标的物，由上海证券交易所和深圳证券交易所联合编制的沪深 300 指数于 2005 年 4 月 8 日正式发布。沪深 300 指数以 2004 年 12 月 31 日为基日，基日点位 1000 点，上海行情使用代码为 000300，深圳行情使用代码 399300。沪深 300 指数是由上海和深圳证券市场中选取 300 只 A 股作为样本，其中沪市有 179 只，深市 121 只。样本选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



择标准为规模大，流动性好的股票。沪深300指数样本覆盖了沪深市场六成左右的市值，具有良好的市场代表性。

指数成分股的选择空间是：上市交易时间超过一个季度；非ST，*ST股票，非暂停上市的股票；公司经营状况良好，最近1年无重大违法违规事件、财务报告无重大问题；股票价格无明显的异常波动或市场操纵；剔除其他经专家委员会认定的不能进入指数的股票。选择标准是选取规模大、流动性好的股票作为样本股。选择方法是，先计算样本股票最近1年的日平均总市值、日均流通市值、日均流通股份数、日均成交金额和日均成交股份数5个指标，再将上述指标的比重按2∶2∶2∶1∶1进行加权平均，然后将计算结果从高到低排序，选取排名在前300的股票。

指数的计算方法是，以调整股本为重，采用派许加权综合价格指数公式计算。

沪、深300指数按规定作定期调整。原则上指数成分股每半年进行一次调整，一般为1月初和7月初实施调整。每次调整比例定为不超过10%。

## 二、沪深300指数期货交易时间与交易方式

沪深300指数期货的交易时间为上午9∶15～11∶30，下午13∶00～15∶15，当月合约最后交易日交易时间为上午9∶15～11∶30，下午为13∶00～15∶00，与现货市场保持一致。这种交易时间的安排，有利于股指期货实现价格发现的功能，方便投资者根据现货股票资产及价格情况调整套保策略，有效控制风险。

同商品期货相比，股指期货增加了市价指令。市价指令要求尽可能以市场最优价格成交，是国外交易所普遍采用的交易指令。根据有关安排，交易所和期货公司还将陆续推出止损指令等，不断丰富指令类型。

（1）交割方式和最后结算价格

沪深300指数期货采用现金交割，交割结算价采用到期日最后两小时所有指数点位算术平均价。在特殊情况下，交易所还有权调整计算方法，以更加有效地防范市场操纵风险。最后结算价的确定方法能有效确保股指期现价格在最后交易时刻收敛趋同。之所以采用此办法的原因可归纳为以下方面：首先，这是金融一价率的内在必然要求。其次，能防止期现价差的长时间非理性偏移，有效控制非理性炒作与市场操纵。这是因为，非理性炒作或市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



操纵一旦导致股指期现价差非理性偏移，针对此价差的套利盘就会出现，而最后结算价则能确保此套利盘实现套利。此种最后结算价的确定方法对套保盘也具有同样的意义。

（2）合约规模与保证金水平

一般来说，保证金水平要与股指的历史最大波幅相适应，且其比率依据头寸风险的不同而有所区别。因此，股指期货套利头寸保证金比率应最小，套保头寸次之，投机头寸最大。

根据有关规定，股指期货投资者必须通过期货公司进行交易，为了控制风险，期货公司会在交易所收取保证金的基础上，加收一定比例的保证金。

（3）每日价格波动限幅和熔断机制

股指期货交易与商品期货交易和股票现货交易的显著不同在于引入了熔断机制。采用熔断机制的目的就是让投资者在价格突变时能有一个冷静期，以防止反应过激。熔断制度也给投资者套利提供了潜在可能，并增大市场流动性。根据金融期货持仓成本模型理论，股指现货指数与期货指数价格之间有一个固定价差，熔断有可能止住上涨或下跌的步伐，而此时股指现货价格如果继续上涨或下跌，期现价差就会扩大进而给市场带来套利机会。股指期现货价格在最后交易日的收敛趋同从理论上能确保此类套利的实现。

（4）最小波动价位与手续费

沪深300指数期货最小价位变动定为0.2也符合市场实际，并使得成交变得更容易。0.2的最小价位变动减少了投资者套保及套利的跟踪偏差。最小波动价位与手续费关系到交易者的最小收益，二者的比例也与市场活跃度和深度息息相关。最小波动价位太小，投机者会因获利降低而不愿意提供即时的交易，投机兴趣降低，进而影响市场的流动性和深度；最小波动价位太大，市场不易形成平滑的供求曲线，不利于反映真实的价格走势。

沪深300指数期货交易手续费为30元/手（含风险准备金）。而在实际交易过程中，期货公司还要在交易所收取标准的基础上加收一定的比例。

## 三、沪深300指数期货推出对股市的影响

沪深300指数与上证综合指数的相关性在97%以上，总市值覆盖率约70%，流通市值覆盖率约59%。由于市值覆盖率高，代表性强，沪深300指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数得到市场高度认同。同时，其前10大成份股累计权重约为19%，前20大成份股累计权重约为28%。高市场覆盖率与成份股权重分散的特点决定了该指数具有较好的抗操纵性，是目前沪深股市最适合作股指期货标的的指数。

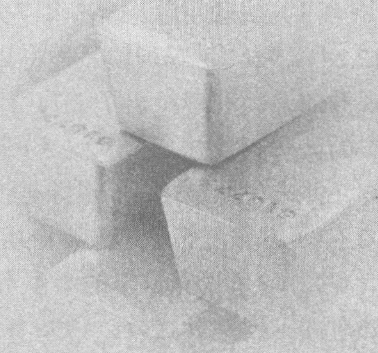
股指期货的推出，将使沪深300指数的成份股更受市场关注，其战略作用也将得到提升。特别是成份股中超大蓝筹股的战略性作用将会更强，进而将带来相应的市场溢价。

股指期货的推出对指数基金可能产生深远影响，有助于提高指数基金的流动性。当市场出现期限套利机会时，买卖正股的冲击成本和复制误差较大，因此指数基金将成为标的指数复制的有效途径。目前市场追踪沪深300指数的有嘉实300和大成300两个LOF，流动性都比较低，还有与沪深300高度相关的ETF，将可能成为期现套利的首选，极大提高这类基金的流动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第五章
# 期货改变世界



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第一节 中国国债“327事件”

1995 年的“327 事件”，直接导致国债期货暂停，这使我国在金融衍生产品上的第一次试点以失败告终。

这一事件，可以说是中华人民共和国成立以来罕见的金融地震，震撼了中国证券期货界。当时，在仲裁机关的调解下，进行了协议平仓，但效果不甚理想，随后又进行了强制平仓。

“327 事件”与引发亚洲金融风暴的巴林事件只相差两天时间，虽未像巴林事件一样引爆金融危机，可谓不幸之中的万幸，但同样明显暴露出我们对于高风险市场的内外监控能力相当不足，留下的教训当然是相当深刻的。

## 一、“327”国债期货品种及其炒作题材

“327”即 F92306，是 1992 年三年期 [92（3）] 国库券的衍生品种，交收日期为 1995 年 6 月，对应基础券种总量 246.8 亿元。由于期货价格主要取决于对相应现货的价格预期，因而，影响现货价格的因素也就成了期货市场的炒作题材。影响 1992 年三年期现货国债券价格的主要因素有：

（1）基础价格：92（3）现券的票面利率为 9.5%，如果不计保值和贴息，到期本息之和为 128.50 元；

（2）保值贴补率：92（3）现券从 1993 年 7 月 11 日起实行保值，因而，其中 1995 年 7 月份到期兑付时的保值贴补率的高低，影响着 92（3）现券的实际价值；

（3）贴息问题：1993 年 7 月 1 日起，人民币三年期储蓄存款利率上调至 12.24%，92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，说明 92（3）现券的票面利率拉出了 2.74 个百分点的利差，而 1994 年 7 月 10 日财政部发布的公告仅仅规定了 92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，并未说明 92（3）现券是否将随着储蓄利率的提高进行同步调整。因此，92（3）现券是否加息成为市场一大悬念，直接影响 92（3）现券的到期价值。

92（3）现券价格的诸多不确定因素，为 92（3）期券的炒作提供了广阔的空间。但除此之外，1995 年新券流通量的多寡也直接影响到 92（3）期券的炒作。由于上海证券交易所采用混合交收制度，如果 95 新券流通量大，且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能成为混合交收的基础券种，那么，空方将会有更多的选择余地，市场将有利于空方；如果相反，则对多方有利。

## 二、事发前的多空搏杀

对于保值贴补率，贴息及95新券的发行量等直接影响92（3）现券到期价值的主要因素，几大市场主力机构存在严重的意见分歧。

空方认为：

第一，国家将抑制通货膨胀作为1995年经济工作的重点。因此，通货膨胀回落必然会导致保值贴补率的回落。在1995年6月交收期，保值贴补率将大幅下滑；

第二，对92（3）国债的贴息将增加财政支出十几亿元，因此不可能；

第三，1995年新国债发行额度将在1500亿元左右，比去年增加50%，因此，流通量必然较大。

但多方却持完全相反的观点。因而，围绕着92（3）期券，市场迅速形成了以个别主力机构代表的多空重兵对峙局面，1995年春节过后的短短二周时间内持仓量从154.7万口猛增至363.8万口。

《上海证券报》等报刊杂志的有关栏目，详细记录了“327”品种在事发前多空双方的交战经过。周一（1995年2月13日）“期市前接上周五的高开回落走势，呈现与现市相左的探底行情，327再挫0.11元，成交缩减”；周二（14日）“期货市场在后市出现追升行情，327当日劲升0.36元，以148.28元收盘，成交量回涨，期市各品种全线翻红”；周三（15日）“空头出击，327在上摸148.44元后，因多仓盘过多的平仓行为，走势变缓，收盘时成为期市唯一翻绿品种，持仓量也首度回落”；周四（16日）“……市场消息沸沸扬扬，行情在卖方的压制下，波幅变窄，走势胶着。327在尾市变到多方急拉，小升0.05元”；周五（17日）“空头加大了打压力度，327出现无奈的单边跌市，短多浮盘受到大规模清洗，多头主力减磅许多”。2月20日（周一）开市后，327期券在前三个交易日一直处于多空对峙之中，“每日价格波动仅为0.2 ~ 0.3元，盘中挂出的抛单与接单都呈现出5至6位数的大量，由于空方做空价位过低，以至无法认输离场，因而以大量的抛单，压制多方的上攻，从而导致327的持仓量连续上升，327本周总持仓量达到450万口以上……”

在消息面的刺激下，2月20日起，与“327”品种价格的胶着状态形成反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



差，沪市热门品种期券在多头的猛捧之下，价位节节上升，成交量也急剧放大。2月20日，“327”期券以135.76万口首次成为期券日成交量首户，并以0.94元的日升幅，成为1995年开市以来个券涨幅之最。随之“319”期券也闻风而动，价位迅速抬高，日成交量激增。2月22日，该券以0.90元的涨幅居沪市期券之首，并以239.4万口的成交口数和682.3亿元的日成交金额创个券之最。

在沪市的周边市场，多方的攻势同样咄咄逼人。2月22日，北商所龙头品种“401506”持仓急增，并以149.34元高位收盘；“402506”则以137.9元的涨停板价而告收。武汉债市各债全线飘红，深圳债市多方在“6316”券种上以156.49元的全日最高价报收……。

20日前后，“327”空方主力已被市场浓重的多头气氛重重包围。据悉，在激战前夕，空方的某主力机构已经面临进退维谷的困境。《中国证券报》“债市手记”栏目对2月22日的情况有以下一段描述：“上午消息灵通人士传来北京、上海频频开空仓的某主力机构在北商所发生严重的头寸问题，已开始强行平仓计划……”

据传此次平仓行动将会分阶段进行，先平092系列，再平192系列。究其原因是因为明日将公布的新券发行方案对空方不利，上半年总共发行一千多亿的盘子，能流通的极为有限，空方想利用新券实行交割的幻想完全破灭……。临近收市又有消息传来，上海327的空方主力也出现了头寸问题。当晚，财政部发布了第1、2号公告，宣布1995年国库券发行于3月1日正式拉开序幕，对空头不利的有关消息完全证实，“327”空方主力几乎濒临绝境，整个国债期市已为乌云笼罩。

## 三、东窗事发

在多空双方僵持不下的情况下，1995年2月23日，财政部突然宣布将327国债票面利率提高5个百分点。这个公告大大出乎市场预料之外，因为在该国债的发行条款中除了保值贴补率之外并未规定财政部可以提高票面利率的条款。财政部的这一公告是327国债的到期价值突然提高5%！而当时国债期货的初始保证金才2.5%，这相当于强令空方向多方支付相当于初始保证金200%的赔偿！在这从天而降的特大利好鼓舞下，中经开率领的多方借利好用300万口买盘将329国债期货价格从前一天的收盘价148.21元上攻至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



151.98 元。而对于空方主力万国证券来说，327 国债期货每上涨 1 元，其在盘后结算时就要损失十几个亿。为了减少损失，万国证券巨额透支交易，在交易所下午收盘前 8 分钟内抛出了 1056 万口卖单，最后一单以 730 万口（合人民币 1460 亿元）将价格封在 147.50 元。当日上交所国债期货的成交金额达到创纪录的 8536 亿元，其中“327”合约占了 80% 左右。

## 四、“327”事件的处理结果

“327”国债交易中的异常情况，震惊了证券市场。当晚上海证券交易所经紧急磋商，确认空方主力恶意违规，宣布最后 8 分钟所有的“327”品种期货交易无效，该部分成交不纳入当日计算结算价、成交量和持仓范围内，当日 327 品种的收盘价为违规前最后一笔交易价格 151.30 元，各会员之间实行协议平仓。这就是著名的 327 国债期货事件。

第二天，上交所又发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题做出六项规定，即：

①从 1995 年 2 月 24 日起，对国债期货交易实行价格涨（跌）停板制度；

②严格加强最高持仓合约限额的管理工作；

③切实建立客户持仓限额的规定；

④严格禁止会员公司之间相互借用仓位；

⑤对持仓限额的使用结构实行控制；

⑥严格国债期货资金使用管理。同时为维持市场稳定，开办了协议平仓专场。

事件发生后，国家监察部会同中国证监会，国家保密局联合组成调查组，在上海市政府的配合下，对这一事件进行了调查，并于 9 月 20 日公布了情况和处理结果。调查结果认为，上海证券交所国债期货“327”品种发生的事件，是一起在国债市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由万国证券公司，辽宁国发（集团）股份有限公司等少数交易大户蓄意违规，操纵市场，扭曲价格，严重扰乱市场秩序所引起的国债期货风波。

调查结果指出，事件的直接责任者上海万国证券公司违规联手操作，擅自超限额持仓，仅“327”品种的持仓就超过了交易所为其核定的全部品种最高限额一倍多。在市场异常波动，价格不断上扬的巨大压力下，公司主要负责人明知严重违反交易规则，为扭转公司巨额亏损，做出了大量抛空单打压价格的错误决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策，造成了市场的极大混乱。调查结果还指出，事件的另一责任者为辽宁国发（集团）股份有限公司。该公司的主要负责人于2月23日上午把几家关系户空仓集中在海南某公司名下，通过无锡国泰期货经纪公司（已被中国证监会依法取消经营资格）大量违规抛空，企图压低价格，以达到减亏或盈利的目的。当打压无效时，又率先空翻多，制造市场假象，扰乱市场秩序。事件之前，该公司及其空方关系户也存在联手操作，超限额持仓达120多万口的严重违规问题。

调查结果还认为，上海证券交易所对违规事件也应负一定的责任。上海证券交易所对市场存在的过度投机所带来的风险估计不足，交易规定不完善，风险控制滞后，监督管理不严，致使在短短几个月内屡次发生由于严重违规交易引起的国债期货风波，在国内外造成很坏影响。

经过深入广泛的调查取证，监察部，中国证监会等部门根据有关法规，对“327”事件的有关负责人员分别做出了开除公职，撤销行政领导职务等纪委处分和调离、免职等组织处理，涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理，并对违反规定的证券机构进行了经济处理。

## 五、原因分析

我国国债期货交易试点是在当时市场经济体制很不完善的情况下进行的，发生国债“327”事件原因是多方面的，其主要原因有：

**现券市场不发达、券种及期限结构不合理**

现券市场不发达是制约当时我国国债期货市场试点的重要原因。当时我国现券市场上的可流通国债数量只有930亿元，在市场上实际流通的数量还达不到这个数目，在期限结构上主要以短期券为主。有限的现券数量对应着全国14个国债期货交易场所，在风险控制措施不利的情况下，很容易发生逼仓现象，影响国债期货交易试点的正常进行。

**当时国债期货不是典型意义的国债期货**

国债期货是目前国际上交易量最大、非常成熟的一个期货交易品种，也是国际市场公认的风险最小的一个期货交易品种，从未出现过大的风险事件。我国当时国债期货不是典型意义的国债期货，合约设计存在缺陷。真正意义上的国债期货的价格决定因素是市场利率，在政府不调整基准利率的情况下，市场利率一般是比较稳定的，因此国债期货不会产生大的交易风险。即使在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政府调整基准利率的情况下，由于在调整利率以前，政府通常会以各种形式向市场传递这一信息，调整利率对国债期货价格所可能带来的影响已经被提前消化。而我国的情况却不同，由于当时我国的国债期货价格主要是由保值贴补率和贴息所决定的，再加上当时我国在制定和公布保值贴补率和贴息的实际操作方法上不是很科学，市场和社会公众根本无法对国债的到期价格产生一个正确的预期，当时我国的国债期货已不是真正的国债期货，实际上变成了多空双方对保值贴补率和贴息的一场对赌，在市场监管存在漏洞的情况下，出现各种违规事件也就不足为怪了。

**缺乏统一的法规与监管体系**

由于缺乏统一的期货法规与监管体系，各交易所出于利益驱动纷纷推出国债期货交易。当时开设国债期货交易的交易所共有十四家之多，市场分割严重，各交易所在国债期货的交易规则和合约设计上各自为政，缺乏统一性和科学性，短期行为充斥，不利于全国统一市场的形成。为了吸引更多的投资者，各交易所之间进行恶性竞争，有放松保证金管理、持仓限额管理的倾向，有的交易所为了做大交易量，故意纵容机构大户透支交易和操纵市场。法制不健全的另一个结果是投资者的法制观念淡薄，一些机构在违规操纵市场时肆无忌惮，丝毫不考虑严重的法律后果，这也是当时国债期货市场一再发生严重违规事件的重要原因。

**在管理上存在用现货机制管理期货的误区**

导致“327”等风险事件发生一个重要原因是在国债期货的管理上存在着用现货机制管理期货的误区。如在国债期货交易最活跃的一些交易所，风险监控制度十分薄弱，没有实行涨跌停板制度，没有单笔报单最高限额，也没有大户报告制度，持仓限额形同虚设，基础保证金水平严重偏低，履约保证金大大低于风险控制水平，没有严格执行每日无负债结算制度等，存在着用现货机制管理期货的误区。在这种情况下“327”事件的发生是不可避免的。与此形成鲜明对比的是，一些国债期货交易所尽管成交量非常大，但是由于采用了期货管理模式，在国债期货交易中始终未发生任何交易风险。

## 六、反思和启示

金融衍生产品交易作为高度市场化的交易形式，它的健康发展要受到现货市场、监管水平、法律法规、金融配套服务、通讯设施、人员素质以及整个经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



济大环境等方面条件的制约。金融衍生品市场健康运行至少应具备以下条件：

（一）发达的现货市场基础

金融衍生工具交易是由相应的基础资产工具交易衍生而来，并为相应资产持有者提供套期保值和价格发现的功能。衍生产品交易的引入，使整个现货市场的运行建立在长期价格信号可供参考和可以进行套期保值这两个崭新的条件之上，从而在一定程度上避免了由于市场参与者的盲目和短期行为所造成的价格大起大落，过度波动的现象。但衍生产品市场又不能脱离相应的现货市场而独自发展，因为正是发达的现货市场提供了大量的套期保值者，稀释了衍生产品市场上的投机成分，是衍生产品市场稳定发展的可靠保障。在不发达的现货市场基础上建立起来的衍生产品市场是一个缺乏套期保值者的市场，也是个不稳定，甚至可能是过度投机的市场。

（二）完善的管理和法规保障

金融衍生产品市场是一个收益与风险并存的市场，与金融现货市场相比，它所具有的“买空卖空”机制和保证金交易的特点，使投机大大增强，市场稳定性削弱。如果没有严格有效的法规监管，就无法保证金融衍生产品市场的有序运转。为保护投资者利益，保证市场的健康运行，各国政府都非常重视对衍生产品市场的监督和管理。金融衍生产品市场本身组织制度、市场规则的可调性，也为管理层与监管提供了必要的条件。现在发达国家金融衍生产品市场都建立了比较完备的监管体系，所以金融衍生产品市场被人们称为“统治下的自由市场”。反过来说，如果这个自由市场没有了管制，不存在游戏规则，则只能是个高风险的赌博场所，将极不利于现货市场乃至整个金融体系的平稳运转。

在美国，自由市场经济的多年实践，使从事全新风险经营的投资者都有积极寻求“法规保护伞”的内在要求。被誉为利率期货之父的 CBOT 首席经济学家 RICHARD SAMDOR 博士在考虑推出利率期货合约时，为此专门等到 CFTC 在被 1974 年商品交易法（C.E.A）修正案授予监管所有商品期货的独有权限之后，才于 1975 年 10 月在 CBOT 挂出第一张 GNMA 利率期货合约。随后出现的国债期货亦纳入 CFTC 管辖之下。利率期货在美国的成功实践无疑应首先归功于其创立者的远见卓识，美国投资者的风险意识和自我保护意识，由此可见一斑。

当时，在中国无论法规监管还是投资者自我的风险约束都成问题。在风险监管方面，进行传统金融工具交易的金融市场才初步建立，现货市场的法规管理尚未完善，有关的《国债法》尚未出台，《外汇交易法》以及管理外汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易市场的法规都还缺乏。现货市场参与者的利益得不到有效的保障，在现货市场基础上派生的衍生产品市场何以能更有效地保护投资者呢？显然衍生产品市场无法对现货持有者面临的法规空白提供风险监控和约束。

对衍生产品市场监管的一方面来自对基础金融工具的充分认识和对市场发展的深入把握，只有了解现货资产的风险特征和价格运动规律，才能掌握衍生工具的功能和作用，从而通过制定科学有效的规则制度来兴衍生工具套期保值之利，避其高度风险之弊。

（三）配套的经济金融环境

传统金融市场及相应金融衍生产品市场，都不是脱离一国经济运行之外的独立事物，其健全发展必然与整个经济、金融体制改革结合进行，并在很大程度上取决于经济、金融的市场化进程。这是因为：

1. 就国债期货市场来看，整个利率体系的市场化是国债期货交易产生的必要条件；就外汇期货市场来看，汇率体系的市场化，人民币的完全可自由兑换是外汇（货币）期货产生的必要条件。在市场机制下，作为利率产品的国债等的价格都受到市场资金需求、通货膨胀率、利率以及经济状况的影响，表现出不确定性和易变性。因此，现货资产持有者才有参与衍生工具交易，进行套期保值的冲动和要求，这种基于保值冲动的交易是推动金融衍生工具健康发展的原始动力。而为不确定环境中的投资者提供套期保值功能也正是衍生产品市场得以存续的经济意义。

2. 在健全的金融市场体系中，货币市场不仅疏导短期资金的流向，而且为长期利率提供基准短期利率，奠定资本市场及相应衍生产品市场发展的基础。

3. 只有深化产权改革，确立市场化的信用关系，建立硬性的约束机制与风险约束机制，才能消除投机主体肆意妄为的投机冲动，也才能形成支持市场稳定发展的机构投资者群体。

另外一方面，传统金融工具市场的发展和经济体制的变革也绝不是分割的，比如国债市场作为金融市场一个非常重要的子市场，短期国库券市场作为货币市场的主要形式，其发展与整体经济体制改革的市场化进程休戚相关。事实上，改革的配套进行，本身就要求金融市场发展之相适应。否则，没有发达的市场，又谈何市场利率机制，又如何构建独立的市场发展主体。反过来，没有相应银行体制，企业制度，投资融资制度的改革，又谈何规划市场主体行为，从而支持市场的稳定发展呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第二节 陈久霖和中国航油（新加坡）神话的破灭

有专家指出，多年在海外打拼，尔后在期货市场上铸成大错的陈久霖，对于石油衍生品交易的风险治理其实缺乏最起码的常识。中航油违规越权炒作，并在一段时间内神不知鬼不觉，充分暴露了监管上的不力。而在中航油事件中，国资托管者并没有扮演好应有的角色。

陈久霖闯荡海外市场7年整，冰火两重天。一个因成功进行海外收购曾被神话般称为“买来个石油帝国”的石油大亨，却因投机行为造成5.54亿美元巨额亏损而轰然倒塌；一个引领亚洲经济潮流、年薪450万新元的“打工皇帝”，因在期货市场的违规操作而在新加坡的法庭上接受审判，人生悲喜以至于斯。

也有人认为，陈久霖在国际石油市场只是初出茅庐，满打满算就六七年时间，对于“止损”这样基本的交易原则都还没有掌握，就杀入期货交易这个鳄鱼池。陈久霖在石油期货市场完全是误打误撞，希望碰运气赚大钱，所以，陈久霖在这场豪赌中一败涂地是必然的。

## 一、一夜成名的赌徒

2004年12月7日，世界经理人网站刊载一篇文章：“中国航油（新加坡）石油投机失手 新儒商陈久霖折戟新加坡”，这篇文章的内容次日便被国内各报转载，于是中国航油和陈久霖的名字立刻在中国变得家喻户晓。

这里的中国航油是指中国航油（新加坡）公司，这是一家在新加坡注册的中资公司。它的母公司是中国航油集团。陈久霖则是中国航油集团副总经理、中国航油（新加坡）公司执行董事兼总裁。经国家有关部门批准，新加坡公司在取得中国航油集团公司授权后，自2003年开始做油品套期保值业务。在此期间，陈久霖擅自扩大业务范围，开始从事衍生品的投机交易，并在最初的交易阶段获得了丰厚的利润，但在2004年第一财政季度陷入亏损，其衍生品交易损失了580万美元。之后公司错误地估计自己能够扭转局面，但随着油价急剧上涨，公司亏损额不断增加。但是中国航油（新加坡）当时错误地估计，油价将来会下跌，因而他们不顾公司内部的止损规定，越赌越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



输，越输越赌，损失继续扩大。最后他们的损失达到 5.5 亿美元。迫于无奈，中国航油（新加坡）只好向新加坡高等法院寻求司法保护。新加坡高等法院裁定，中国航油须在 2005 年 1 月 21 日前提交债务重组计划，并在 2005 年 6 月 10 日前召开债权人会议，暂时避免了破产的厄运。

2005 年 6 月 8 日在新加坡举行的中国航油（新加坡）债权人大会上，中国航油（新加坡）提交的债务重组方案高票获得通过。这个方案规定中国航油（新加坡）公司将在 5 年内偿还 2.75 亿美元的债务，偿付比率约为 54%。其中公司将先偿还债权人 1.3 亿美元现金，其余部分将分 5 年还清。

## 二、 陈久霖发迹

陈久霖 1961 年出生于湖北省黄冈市浠水县的一个农民家庭。中学毕业后曾在一家农村信用社的工作，1981 他辞去工作全力以赴复习功课参加高考，后考取北京大学外语系，学习越南语和英语。1987 年研究生毕业后，他先是在一家航空公司做翻译，后来调到一家中德合资的飞机维修公司。最后，他进入了民航总局下属的中国航空油料集团工作。在此期间，他还利用业余时间在清华大学就读在职法学博士。

中国航空油料集团原隶属于中国民航总局，它是中国各航空公司的独家燃油供应商。后经资产重组与民航总局脱钩，直接隶属国资委领导。由于陈久霖表现出来的能力和业绩，他被国资委任命为中国航油集团公司副总经理。1997 年，陈久霖受命奔赴新加坡，接手中国航油（新加坡）公司。

在此之前，这家公司由于连年亏损而处于冬眠状态。陈久霖到任后，在他的领导下，中国航油（新加坡）奇迹般地摆脱困境飞速发展，净资产从 1997 年的 16.8 万美元，迅速增长到 2004 年 9 月的 1.5 亿美元，增幅高达 893 倍。中国航油（新加坡）逐渐发展成为新加坡最大的中资公司之一，其市值名列新加坡 600 多家上市公司的第 23 位；被标准普尔评为中国海内外上市公司的第 40 位，是新加坡唯一入选的中资企业；被美国《财富》杂志评为中国百家上市企业的第 47 名；还先后列为美国道 · 琼斯和英国《金融时报》蓝筹股。公司经营的成功为其赢来了一连串声誉，新加坡国立大学将其作为M B A 的教学案例。瑞士达沃斯《世界经济论坛》认为“陈久霖具有创新精神，是个很有潜力的企业家”，因此评选其为“亚洲经济新领袖”。新加坡内阁资政李光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



耀也曾称赞陈久霖是“一个出身寒微然而沉着冷静、一步步走向成功的年轻企业家”。

随着公司业绩的飞速发展，陈久霖自己的年收入也达到了450万新元，并拥有了一辆奔驰轿车。他是新加坡管理学院管理委员会的成员，同时还是新加坡中国企业协会的负责人。2004年，陈久霖被达沃斯世界经济论坛评为45岁以下的“亚洲经济新领袖”。

陈久霖的成功主要得以于他采取的以下措施：

首先，他调整了中国航油（新加坡）的投资方向。

在1997年以前，中国航油（新加坡）实际上是一家运输经纪公司。他很快就开始着手进行整改工作，把中国航油从一个船务经纪公司转变成航油贸易公司，后又迅速转变成集贸易和实业投资于一体的综合性石油类企业，将这家公司改造成了中国唯一一家航空燃油进口商。

第二，他非常重视资本运营。

陈久霖在为中国航油（新加坡）起草一份新闻稿中称：“中国航油（新加坡）的根在中国，但公司每年都在朝着国际化的方向稳步迈进。公司期望最终能在资本运营领域成为海外中国企业的‘领头羊’。”2001年，陈久霖成功地策划中国航油（新加坡）在新加坡交易所主板挂牌上市，成为中国首家利用海外自有资产在国际证券市场上市的中资企业。此后，中国航油（新加坡）以极大的魄力进行并购，一是投资6000万欧元购买了西班牙石油设施公司CLH5%的股权，一是收购了上海浦东国际机场航空油料有限责任公司的33%股权。最后，在2004年8月18日，中国航油（新加坡）宣布成功收购了8800万股新加坡国家石油公司股权，从而拥有了这家公司20.6%的股权。

## 三、堕入深渊

2004年11月末，陈久霖突然翻船：中国航油（新加坡）因其外籍交易员经营石油衍生品投机业务失手而出现巨额亏损，估计公司在石油衍生品相关交易中的亏损额高达5.5亿美元，是亚洲企业多年来最为严重的一次亏损。11月25日，中国航油（新加坡）完全陷入崩溃。公司向新加坡法院申请保护，以免受到债权人的起诉，同时公司采取一系列措施进行重组。

陈久霖被董事会停职，并于2005年6月9日在新加坡地方法院出庭，接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



受预审听证。他面临涉嫌内线交易、发布虚假声明和其他商业犯罪等 15 项指控。由于无法交纳法庭要求的巨额保释金，陈久霖只能暂时被继续拘押。根据法庭的指控，陈久霖被控违反了新加坡的《刑法》、《公司法》和《证券期货法》。他面临着伪造文书、涉嫌内线交易、未能及时公布中航油损失等 15 项指控，其中有 10 项指控是关于他发布虚假声明。

根据新加坡有关法律的规定，每项发布虚假声明的指控一旦成立，最高可被处以 7 年监禁，并被课以 25 万新元（约合 15 万美元）的罚款。换言之，如果针对他的上述指控成立，他将面临最高长达 70 年的监禁。

最终，陈久霖因从事内部交易、伪造公司业绩等罪名，被判监禁四年零三个月和罚金 33.5 万新元。在新加坡樟宜监狱渡过了 1035 天的牢狱生涯。2009 年春节之前，陈久霖刑满获释。

## 四、陈久霖败因

对于中国航油（新加坡）和陈久霖的失败和巨额亏损案例，国内媒体和学术界一片斥责之声。各方面对于其失败的原因可以归纳如下：

一、根据《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，中国证监会先后批准中国航空油料集团公司等 7 家石油进口量较大的公司，可在境外期货市场从事套期保值业务，并规定其期货持仓量不得超出企业正常的交收能力，不得超过进出口配额、许可证规定的数量，期货持仓时间应与现货保值所需的计价期相匹配等，但并未同意该公司从事场外期货投机交易。陈久霖擅自扩大业务范围，从事石油衍生品期权交易，这是导致此次巨额亏损的主要原因。

二、公司的监督约束机制不健全，新加坡公司基本上是陈久霖一人的天下。最初公司只有陈久霖一人，2002 年 10 月，中国航油集团公司向新加坡公司派出党委书记和财务经理。但原拟任财务经理派到后，被陈久霖以外语不好为由，调任旅游公司经理。第二任财务经理被安排为公司总裁助理。陈久霖不用集团公司派出的财务经理，从新加坡雇了当地人担任财务经理，只听他一个人的。党委书记在新加坡两年多，一直不知道陈久霖从事场外期货投机交易。

根据中航油内部规定，损失 20 万美元以上的交易，都要提交给公司的风险管理委员会评估；而累计损失超过 35 万美元的交易，必须得到总裁的同意才能继续；而任何将导致 50 万美元以上损失的交易，将自动平仓。“以 10 位交易员来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




算，损失的最大上限也只是500万美元。再说，中航油内部有一个由专职风险管理主任等人员组成的风险控制队伍，他们应该懂得游戏的底限在哪里。”很明显，当中航油在市场上“流血”不止时，公司内部的风险控制机制完全没有启动。

三、期货交易经验不足。陈久霖和日本三井银行、法国兴业银行、英国巴克莱银行、新加坡发展银行和新加坡麦戈利银行等在期货交易场外，签订了合同。陈久霖买了“看跌”期权，赌注每桶38美元。没想到国际油价一路攀升，陈久霖“押了小点开盘后却是大点”。有人怀疑实际上是国外资本势力做套让陈久霖钻。

从技术层面上看，中国航油（新加坡）之“亏”主要亏在卖出了大量看涨期权。看涨期权赋予期权合约的买方，以约定的价格在规定的时间里买入合约中标明的资产，比如石油；当买方要求执行这一权利时，期权的卖方有义务以约定的价格卖出合约中标明的资产。对中航油在市场上卖出大量看涨期权，专家提出质疑：中国航油（新加坡）为什么要卖出石油看涨期权？理论上，看涨期权卖方的亏损风险是无限的，一般作为期权卖方需要很强的风险管理能力与相当强大的资金实力，或者手中正好具有充足的对应资产可以履约。显然，中国航油（新加坡）都不具备这些条件，为何还在一个月内以每桶45美元一路往上卖空到55美元呢？

另外，看涨期权的卖方几乎都要另外做一笔反向交易，以对冲风险，但中航油并没有做反向对冲。

四、有人认为造成这次亏损事件的根本原因在于国资委的干部政策有问题，陈久霖在中国航油集团公司重组、与民航总局脱钩前是一名普通干部。脱钩后，上级管理部门提出要提拔陈久霖担任中国航油集团公司副总经理，中国航油集团公司班子绝大多数人不同意。但上级主管单位领导说：“这是上级已经做出的决定”。陈久霖就这样被提拔为集团公司副总。

五、也有人认为这是由于国企监管不到位和国企本身建立现代企业制度不到位所致。陈久霖一直独立于中国航油集团公司班子的领导之外，陈久霖对集团公司派出的财务经理不满意，两次被换掉，后来聘用外籍人员担任财务经理，集团公司却没有约束办法。另外，负责期货交易的交易员属于关键岗位上的关键人员，一般都是由本国人员担任，但是中国航油（新加坡）却是聘请外国人担任。以上人事方面的问题说明中国航油集团公司距离现代企业制度尚远，新老体制转换中的漏洞没有及时补上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



六、也有人认为造成这一事件的主要原因是我们的公司缺乏在国际市场上独立运营的经验，特别是缺乏资本运营的经验。所以应当客观地看待这一事件，实事求是地分析和评价主管部门、中航油集团、中国航油（新加坡）公司以及陈久霖个人的功过是非，吸取教训，亡羊补牢以利再战，而不要把责任推在陈久霖一个人身上。

## 第三节　美国1987股灾

1987年的美国股灾故事，对我们了解股指期货的风险和目前股指期货市场的一些重大制度很有帮助。

首先，股指期货交易是有效回避股市系统性风险的工具，是我们应当学习和了解的。

其次，有助于深刻理解目前股指期货市场的一些制度和规则。例如，为了防止程式化交易对市场冲击力度，期货交易所纷纷采取了断路器原理，也就是如今我们所说的熔断机制。即当日价格涨跌停板限制内，还提前设有一个熔断机制，当价格到熔断点后，就暂时限制价格继续单向波动，让市场和投资者有一个冷静评估风险的过程，这对于促进投资者理性交易，保障市场稳定运行有良好的推动作用。

再次，有助于充分认识每日结算制度对于保证股指期货交易顺利运行的重要意义。保证金及时结算，才能使得投资股指期货交易的盈亏实现得以保证。这是市场有序发展的重要基石。

最后，可以进一步理解到股指期货与股票现货市场的关系，就如同人和影子一样，关系是极为密切的，套利活动的存在将使两者走势趋同。不可背离现货市场的总体走势，盲目投机股指期货交易，要杜绝赌徒心态。

### 一、美国87股灾与股指期货

第二次世界大战后，美国经济实力大大增强，证券市场进入了繁荣阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票价格指数在 20 世纪 50 年代大幅度上升，1966 年道琼斯工业平均指数接近 1000 点。1973 年发生的石油危机使美国物价暴涨，通货膨胀严重。当时又发生了“水门事件”，政治危机与经济危机的双重打击使美国股票暴跌，道琼斯工业平均指数从 1973 年 1 月的最高点 1016 点下跌到 1974 年底的 557 点，纽约股票交易所市值下跌了 40%。

80 年代初期，股票价格开始回升，1982 年 10 月 21 日达到 1036 点，突破了近十年前的高点，11 月 3 日达到 1065 点，创战后最高纪录。从此股票指数持续五年上涨，到 1986 年 12 月达到 1896 点，比 1982 年上升了 78%。进入 1987 年，股票涨势更猛，8 月份道琼斯工业指数达到 2722 点。与此同时，美国的贸易赤字和财政赤字也在惊人地增长。1985 年，相隔 71 年后美国再度成为净债务国，负债 1075 亿美元，成为世界头号债务国。

1985 年秋后不久，七国财长在华盛顿聚会。贝克财长再次敦促工业国的伙伴在削减美国贸易赤字上助一臂之力，但日本、当时的西德等国家未予支持。华尔街在这些因素下开始动荡。1986 年对外债务进一步增加。这一切对不断升温的股市带来了阴影。

1987 年 10 月 14 日，美国政府公布了 8 月份商品贸易赤字为 157 亿美元，高出金融界估计 15 亿美元，外汇市场上美元被纷纷抛售。同一天，道琼斯指数下跌了 95 点，10 月 16 日再跌 108 点。10 月 18 日早晨，贝克财长在美国电视节目中宣布：如果联邦德国不降低利率，美国将考虑让美元继续下跌。各种坏消息的接踵而至，在人们心理上笼罩了一层阴影。

10 月 19 日，华尔街爆发了历史上最大的一次股市崩溃。早晨 9 点 10 分，开盘钟声响后，道琼斯指数在屏幕上一开始显示就已下跌了 67 点，卖出指令排山倒海涌来。开盘不到一小时，指数已下跌 104 点。由于指令数量太大，计算机显示落后实际交易 20 分钟。从开盘到 11 点，道指直线下跌。下午两点，跌 250 点。两小时后收盘，道琼斯股票指数下跌了 508 点，由 2246.74 点狂跌到 1738.74 点，跌幅达 22.6%，市值损失 5030 亿美元。当天 CME 的 S&P500 指数期货市场上，抛压更为严重。12 月份合约暴跌 80.75 点，以 201.5 点收盘，跌幅达 28.6%。

危机发生后，银行一般会限制向证券公司的贷款，这可能导致其中一些公司违约并加重危机。美联储迅速决定提供一切必要的资金信贷，这对于避免危机扩散起到了关键的作用。当时芝加哥交易所通过四家结算银行追加保证金。由于保证金出乎意料的巨大，结算银行不愿认可会员公司向结算所的支付，他们要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从纽约的银行实际收到资金。同时纽约的银行听说了其客户的负债传闻，而且没有时间来具体了解头寸到底有多大。紧要关头纽约联储官员打电话告诉纽约的城市银行，要求其确保给结算所会员提供必要的资金信贷，最后化险为夷。

据时任 CME 主席的利奥 · 梅拉梅德回忆，10 月 19 日多头浮动亏损为 25.3 亿美元（平时一般水平为 1.2 亿美元），需要追加保证金。其中，交易所（作为交易第三方）欠高盛 6.7 亿美元，欠 Kidder Peabody9.17 亿美元；另一方面，摩根士丹利公司（Morgan Stanley）欠交易所 10 亿美元。当时交易所并不担心摩根士丹利能否支付，而是担心能否在第二天早晨 7 : 20 以前支付。早上 7 : 00 电话打给芝加哥大陆银行负责 CME 账户的负责人 Wilma J.Smelcer，Melamed 被告知还短缺 4 亿美元。Melamed 随后在电话中要求 Smelcer 担保余额到位，也就是要求大陆银行在纽约银行资金还没有到位的时候提供 4 亿美元信贷。正在这时，大陆银行董事长 Tom Theobald 到了银行，经过几分钟的磋商，银行同意放款，此时是早上 7 : 17 分，还有 3 分钟 CME 就要开市。如果资金不到位，那么 CME 不能开市，外界就会猜测有一家机构出现了问题，在当时的市场情况下后果不堪设想。实际上，Morgan Stanley 的资金 20 分钟后到达大陆银行。

这次股票崩溃不仅震动了美国，也震动了整个金融世界，并在全世界股票市场引起连锁反应，各地市场也先后发生恐慌性抛售，其中尤以香港地区市场停市四天最为严重。

香港股市从 1984 年开始走出熊市，步入牛市。1983 年底恒生指数为 874.94 点，之后连续上升，到 1986 年 9 月首次突破 2000 点。同年 5 月，恒生指数期货合约推出，引起投资者和期货经纪商的浓厚兴趣，成交量迅速增长。1987 年股市进一步升温，6 月 6 日首次突破 3000 点。10 月 1 日达到最高点 3950 点。但没过几天，市况急转直下。

10 月 19 日星期一，香港股市、期货市场一开市就受前几日，特别是上周五美国纽约股市大跌的剧烈冲击，当天恒生指数下跌 420.81 点，跌幅达 11.1%，同时恒生指数期货 10 月合约下跌 361 点，其他合约也全部下跌。

19 日美国股市崩溃，20 日早晨香港联合交易所董事局宣布停市 4 天（10 月 20 ~ 23 日）。结果大批期货经纪不能履约。

24 日银行公会宣布减息，希望能够使投资者恢复信心。

25 日晚财政司宣布为期货市场的主要经纪商及香港期货公司股东提供的 10 亿港元，加上外汇基金中提取的 10 亿共计 20 亿港元，作为备用贷款，支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持香港期货保证有限公司，拯救期货市场。

10 月 26 日，开市即出现了猛烈抛盘，当天恒生指数大跌 1120.70 点，以 2395 点收市，跌幅达 33%。恒生指数期货 10 月合约大跌 1554 点，创历史跌幅最大记录。

27 日财政司宣布由外汇基金拨款 10 亿港元，连同中国银行、汇丰银行、渣打银行再贷款 10 亿港元共 20 亿港元备用贷款，并发动香港大财团联手救市，才勉强保证市场生存。

在这次袭击全球的股灾中，唯独香港停市四天，严重损害了香港作为金融中心的声誉。很多投资者爆仓出场，更为严重的是极大打击了海外基金对香港市场投资的信心，使股市、期货市场长期低迷。

## 二、劫难后的反思：《布雷迪报告》和《戴维森报告》

事后美国政府成立了以财政部布雷迪为首的总统工作小组，对这次股灾进行了反思，于 1988 年写成了《布雷迪报告》( Brady，1988 )。

此次大动荡也暴露了香港不少问题，为了总结这次股灾中股市管理上的经验教训，当时的港英当局成立了“证券检讨委员会 ”，负责对香港股票和期货市场的组织、活动和运行进行监督，并写成了《戴维森报告》( 因报告起草人之一为 Ian Hay Davison 而得名 )。

### （一）《布雷迪报告》

《布雷迪报告》的主要内容是：1987 年 10 月的股市崩溃主要是由指数套利（一般设计为程式交易）和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场相继推动而造成的。为了避免股票下跌的风险，几家机构交易商在期货市场卖出股票指数期货合约进行组合保险，导致股票指数期货合约下跌。由于期货价格下跌，期货价格与现货价格之间偏离了正常的比价关系，于是指数套利者入市，买入期货同时在股票市场抛出股票，导致股票现货价格下跌。而股票价格下跌刺激了更多的组合保险交易，又引起新一轮股票指数期货抛盘，如此循环最终导致股市崩溃。事实上，组合保险当天占了 S&P500 指数期货抛压的 16.7%。9 点半到 10 点，仅占当时交易总额的 5.6%，从 10 点半到 11 点发展到 32%，12 点到下午 1 点则为 25%。另外指数套利在现货市场的卖出量为 3760 万股（全天成交总额为 6 亿股左右），其中 940 万股是卖空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但事后分析，该报告将股灾原因归结于期货市场的看法并不符合事实，甚至被部分人指责为是对股票市场稳定的威胁（Culp，1988）。其主要问题是对于期货市场在维持市场机制下的财务完整性作用认识不清。特别是报告忽略了 CME 作为 NYSE 的一个重要的风险管理工具。尽管对于组合保险与指数套利的过程分析并没有错，但其结论却错了。

报告将期货和现货两个市场联系起来，并且认为是一个市场领导另一个市场下跌，由此提出了一些改进措施。关于保证金要求的措施可能是报告最严重的错误。报告建议将期货和现货的保证金水平拉到一致水平。报告认为应当通过提高期货市场的保证金来减少期货市场的投机，并且限制个人投资者在期货市场的杠杆比例。事实上，期货保证金和股票市场的信用保证金是性质完全不同的两码事。股票市场的信用保证金代表了一定百分比的实际股权，而期货保证金只是衍生市场的价格保证机制。一些人批评 CME 的保证金水平太低，但在许多方面其实 CME 比 NYSE 还要严格。CME 的维持保证金机制，保证了投资者在所有时间都有足够的资本，而和人们表面看到的股票保证金比期货保证金高相反，NYSE 允许一些情况下可以不付保证金，如大单交易和套利，使得其实际的保证金水平经常低于 CME 的水平。进一步，NYSE 实行的是五天交割制，而 CME 是 24 小时结算。CME 并不延长信用期。黑色星期一，CME 实际收到的保证金约 26 亿美元（平时 1 亿美元左右），保证了周二开盘的流动性。CME 的调查委员会解释道："所有的追加保证金都到位，没有结算会员违约，因此没有客户资金因财务不完整而受损。"而且 CME 当天还有两次日内追加保证金，一小时内投资者就把资金到位。真正的疑问来自纽约股票交易所，投资者在大跌后五天是否还有足够的资金，正是由于这个结算上的延迟导致了 10 月 20 日开盘时出现了一些问题。

报告对于期货市场投机的作用也是认识不清的。与通常认为投机就是随意赌博不同，期货市场的投机实际是短期投资，投机者在市场低迷的时候提供了买方，在市场高涨的时候提供了卖方。没有投机者，长期投资就几乎不可能了。因为有了投机，长期投资者才能对风险进行保值，因此延伸了整个市场并防止了指令的不平衡。为了建立一个良好的市场，买方和卖方都需要存在。如果按照报告建议提高期货保证金，那么期货市场的许多投机活动会消失。而 10 月 19 日，CME 的投机者为市场的稳定提供了重要的作用。在卖压沉重的时候，是自营投机商在买入期货合约。而在纽约，做市商（专业会员）找不到买家被认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是股价下跌的一个原因。一些 NYSE 的做市商在黑色星期一是作为净卖出方而不是净买入方出现的。在 NYSE 的风险管理机制失灵的时候，CME 的投机却发生了作用，成功地吸引了卖压。据估计，10 月 19 日 CME 吸收了约 27000 张合约抛盘，如果传回纽约，将代表 8500 万股股票，相当于当日总成交量的 14%。报告没有认识到的是让自律组织来代表政府设置保证金将有助于将投机留在市场。因为通过自律组织来定保证金，将使得自律组织会员的资产处于风险之中，害怕市场失灵将使得投资者坚持要求足够的维持保证金，但这些保证金应当随市场波动而定。由于投资者直接参与市场而政府不参与，因此以市场为基础的保证金要求远比政府规定有效。 S&P500 期货市场的存在表明有巨大的市场需求。如果美国的期货市场对投机者不再开放，那么市场需要将输出，这无益于美国股票市场的稳定。

《布雷迪报告》的一个重要建议是提出了“断路器”措施，以阻止另一次股灾，报告建议通过“断路器”机制对股指期货市场价格波动加以限制。

总体上说，《布雷迪报告》对股指期货市场的看法是比较负面的。但后来越来越多的观点认为 1987 年 10 月份的暴跌不过是市场的自我调节。市场跑到了其能力的前面，市场下跌是重新确定它的能力。毫无疑问，市场需要创造一种防止市场飙升的保护系统，报告的建议部分并没有提供合理的答案，答案来自私有部门而不是政府。一个主要的问题是公众对市场的信心，当时投资者害怕市场没有足够的流动性，很大程度上是因缺乏开盘信息，正是由于缺乏信息才导致更大的恐慌，为了防止进一步的下跌，机构在不清楚现货市场信息的情况下才在期货市场进行组合保险。通过对现有系统的升级可以解决很多与投资信心相关的问题。

（二）《戴维森报告》

《戴维森报告》（Report of the Hong Kong Securities Review Committee, 1988.5）认为，尽管中国香港地区整个金融系统本来是以交易所自律为基础，辅之以官方和公正团体的帮助以防止问题行为，但中国香港地区自我规范和市场自律没有成功，而且监管部门丧失了有效的控制。报告认为香港联合交易所没有引入足够的管理和监管安排，特别是没有考虑到市场过热带来的风险。

报告认为在香港期货交易所管理稍好，但也基础不稳。特别是交易所、结算所和保证公司的三方结构混淆了责任的界限，无法建立足够的风险管理体制，而这对于期货市场是至关重要的。这三方面应当采取行动以对付交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量扩大和少数投资者持有大量头寸带来的风险。

报告认为证券委员会和商品交易委员会也没有起到应有的作用，而且缺乏方向。港英当局的本来想法是他们应当独立并具有权威性，但这一打算没有执行。这两个监管部门领导屡次提出要增加资源以对付飞速发展的市场要求，但遭到港英当局搁置或拒绝。由于得不到政府支持，监管部门已经丧失了其应有的作用。

就期货市场而言，导致崩盘的原因是多方面的。国外股市暴跌的强烈冲击和影响是主要原因，但其根本原因在于市场组织、运作、合约设计以及市场风格监督管理等各方面的问题，造成了市场缺乏有效处理风险机制和抵御风险的能力。期货市场风险管理机制本身就有严重的缺陷，主要表现在：保证金结算机制不完善，没有认真实施有关每日结算和保证金方面的有关规定；对财务风险缺乏合理的防范和保障措施，期货经纪公司既未能及时有效的遏制来自客户的风险，事后又无足够能力承担市场风险而履行保证责任。

导致这种缺陷的根源在于其风险管理主体有缺陷。香港期货市场由期货交易所、伦敦国际商品结算所香港有限公司和香港期货保证有限公司共同组成。其中交易所负责会员入会、执行市场检查和规定客户保证金最低标准；结算所负责每日盈亏计算；保证公司负责对结算会员是否增加保证金做出决定，并指定结算银行和承担结算风险。但由于这三家机构都是独立的利益主体，在风险处理中的地位与责任模糊不清。

由于当时的香港期货所实行股份制，通过手续费、会员费和保证金利息获得收入，因此其关心的是交易量大小，手续费的多少，对于风险控制并不十分关心。结算所与交易所只是代为结算，却未明确结算所作为交易的第三方介入交易，即买方的卖方，卖方的买方，在财务方面不承担风险。期货保证公司有承担结算风险的责任，却和结算所没有直接联系，根本不清楚市场风险。可以想象，如此盲人瞎马，从根本上割裂保证金、每日结算与风险控制的关系，削弱了结算机构作为风险控制中心的地位，在风险聚集、市场剧烈波动时，必然会引发危机。

## 三、学者对87股灾的观点

一些著名的经济和金融学专家也对 87 股灾提出了自己的看法。以经济学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者默顿 · 米勒（Merton Miller）为主席的一份报告（ miler，1991）得出了如下的结论：

10 月 19 日的股灾不是由期货市场引起的，但抛售浪潮同时袭击了现货（纽约）和期货（芝加哥）市场。大众看到价格下跌首先发生在期货市场是由于开盘时两个市场的处理步骤不同。纽约股票交易所由于前夜堆积的巨大卖单导致许多 S&P500 指数成份股开盘延迟。因此在 10 月 19 日早晨公开发布的指数计算用的股票价格是前周五收盘的报价。而 CME 的期货价格反映了周一早晨的信息。

尽管来自组合保险和其他机构的期货合约卖压确实有部分通过指数套利传递回现货市场，但 CME 市场还是吸引了相当于 8500 万股股票的卖压。

组合保险的抛盘在 10 月 19 日没有什么显著作用。美国和其他国家的股票价格同样快速下降，其他国家各地区的组合保险与指数期货交易远不如美国来的重要。估计 10 月 19 日组合保险的抛盘所代表的抛盘约等于纽约股票交易所总抛盘的 20% ~ 30%，因此这不是一个主导的影响因素。

指数套利程式交易并不对混乱的市场情况负责。事实上，学术研究一致认为没有找到波动性和程式型交易之间有什么关系。 BRADY 报告认为市场表现最混乱的时候恰恰是两者之间的套利中断的时候。

有许多表面的证据表明，在 1987 年 10 月的股灾中期货价格首先下跌，然后将现货市场带低。基差（现货价格减期货价格）的波动幅度比平常要大，而且到 10 月 19 日甚至变为负值。但一系列研究表明期货市场没有将股票市场带低。 BAssen，France and Pliska（1989）研究了 1987 年 10 月 19 日周一的 MMI 期货分钟数据。他们发现在交易开头的一个半小时内大的负基差主要原始股票指数计算所用的价格是 10 月 16 日周五的成交价格。随后期货价格领先现货价格 5 ~ 10 分钟，随着价格的快速移动，这导致了大的负基差。Harris（1989）和 Moriarty，Gordon，Kuserk and Wang（1990）研究了股灾中的 S&P500 数据，也发现在考虑了陈旧价格因素后大的负基差显著减少，期货价格领先现货价格几分钟。股灾中基差扩大是因为股票交易中的限制和延迟。

Kleidon and Whaley（1992）进行了更深入的研究。人们普遍认为，10 月 19 日上午 11 点前大的负基差是由于许多开盘推迟也就是无交易引起的。问题在于如何解释在几乎所有股票都开盘后仍存在大的负基差现象。他们考虑了两个关于导致期货和现货联系中断的解释。第一种是 Blume MacKinla and

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Teker（1989）的观点。现货市场特别是 S&P500 成份股，在非常高成交量面前遭到的流动性问题，导致价格过度下跌。另一种解释是非 S&P500 成份股反映信息的速度要慢于 S&P500 成份股。这可能是由于 NYSE 指令下单系统过度负载导致指令传递和执行严重延迟。这种延迟对于非 S&P500 成份股来说更为严重。在交易最终执行的时候它们并没有完全反应成交时刻应有的信息。因此价格陈旧不是因为成交价格发生在一些时间之前，而是因为价格反映的是过时的信息。利用 1987 年 10 月 1 ~ 5 日的五分钟回报，他们认为，10 月 19 日 11 点以后的负基差主要是由于陈旧价格，特别是执行指令的物理延迟导致的，而不是因为市场缺乏流动性。

## 四、格林斯潘对股指期货的总结与评价

1988 年 5 月 19 日，美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）在美国众议院对 1987 年的股灾作证，面对电讯与金融委员会主席 Edward J. Markey，他谈到了对于股票指数期货等衍生市场的看法：

"许多股票衍生产品的批评者所没有认识到的是，衍生市场发展到如此之大，并不是因为其特殊的推销手段，而是因为给衍生产品的使用者提供了经济价值。这些工具使得养老基金和其他机构投资者可以进行套期保值，并迅速低成本地调节头寸，因此在资产组合管理中衍生工具起了重要的作用。"

他还谈到为什么期货可以告诉大众真相："值得注意的是我们经常会看到期货市场反映新信息的速度比现货市场要快。一些人由此认为期货价格的变动必然导致了现货价格的变动。然而，在期货市场调节组合头寸的成本要显著地低（于现货市场），并且可以迅速地建立新的头寸。因此，资产组合经理可能自然倾向于在收到新信息的时候首先在期货市场交易，导致了期货市场的价格首先发生变动。套利活动则确保了现货市场的价格不会太落后于期货市场的价格。"

格林斯潘的讲话基本上结束了人们对股指期货的争论，也让劫难后的股指期货度过了生死考验，迎来了新的发展。

## 五、反思——断路器的引进及风险控制的强化

尽管股指期货交易是无辜的，问题的根子出在股票市场本身，但这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情况毕竟提醒了人们，必须对股票指数期货交易与股市交易的联动效应予以足够的重视，尤其是在出现非常情况时，更应有具体的应急措施。为防范股票市场价格的大幅下跌，各证券交易所和期货交易所均采取了多项限制措施。如纽约证券交易所规定，道琼斯 30 种工业指数涨跌 50 点以上时，即限制程式交易（program trading）的正式进行。期货交易所则制订出股票指数期货合约的涨跌停板限制，借以冷却市场发生异常时的恐慌或过热情绪。

1988 年 10 月 19 日，也就是 1987 年股灾一周年之际，纽约股票交易所引入了称为“断路器”的价格限制措施，规定在道琼斯工业平均指数下跌 250 点之后，停止交易一小时，在下跌 400 点之后停止交易两小时。1997 年 2 月 3 日到 1998 年 4 月修改为：道琼斯工业平均指数下跌 350 点停止交易 30 分钟和下跌 550 点停止交易一小时。如果触发“熔断器”，在当日交易的最后 30 分钟和 60 分钟之内，那么，停市到第二天才恢复正常交易。这个机制引入之后，1997 年 10 月 27 日，道琼斯工业平均指数在下午 2∶35 分下跌了 350 点，3∶30 分下跌了 550 点，相当于 7%，此后停市。这是第一次，也是唯一的一次触发“熔断器”。“熔断器”机制的引入避免了股灾的再次发生。

经过多次修改后，1998 年 4 月之后，将原来的“固定点数触发机制”修改成“按百分比计算”的触发机制。在规则 80B 中规定：如果中部时间下午 1 点以前道琼斯工业平均指数下跌 10%，那么 NYSE 将宣布停止交易 1 小时；如果在下午 1 点到 1 点半之间道琼斯工业平均指数下跌 10%，NYSE 将宣布停止交易半小时，1 点半之后 10%限制无效；如果中部时间 12 点之前道琼斯工业平均指数下跌 20%，NYSE 将宣布停止交易 2 小时；如果在下午 1 点之后道琼斯工业平均指数下跌 20%，NYSE 将宣布停止交易，当日不再开市；如果道琼斯工业平均指数下跌 30%，NYSE 将宣布停止交易，当日不再交易。同时规则 80A 对指数套利进行了限制。为了适应现货市场的要求，CME 也引入了类似的“断路器”价格限制和停市措施。除了断路器外，交易所还对股指期货交易规则作了不少改进，包括涨跌停板制度，熔断制度等。

这些措施在 1989 年 10 月纽约证券交易所的价格“小幅崩盘 ”时发挥了异常重要的作用，指数期货市场也逐步成为和股票现货市场并驾齐驱的金融市场，而 90 年代美国股票市场大牛市和随后几年的市场剧烈波动，又进一步奠定了股票指数期货繁荣的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第四节　1992年欧洲货币危机

1992 年的欧洲货币危机中，如果说欧洲货币体系自身的矛盾是根本原因，那么索罗斯和他的量子基金大规模的投机冲击，则是趁机搅局的助推力。1992 年 8 月底到 10 月初，索罗斯的量子基金从 33 亿美元增加到 70 亿美元，成为这次危机最大的赢家。

索罗斯的操作是“立体投机”：大量借入美元，买入马克，卖出英镑和里拉，而这些是通过期货和期权市场完成的。

## 一、欧洲货币体系的建立及其矛盾

欧洲货币体系于 1978 年 12 月 5 日由欧洲理事会决定创建，1979 年 3 月 13 日正式成立，其实质是一个固定的可调整的汇率制度。它的运行机制有两个基本要素：一是货币篮子——欧洲货币单位（ECU）；二是格子体系——汇率制度。欧洲货币单位是当时欧共体 12 个成员国货币共同组成的一篮子货币，各成员国货币在其中所占的比重大小是由他们各自的经济实力决定的。欧洲货币体系的汇率制度以欧洲货币单位为中心，让成员国的货币与欧洲货币单位挂钩，然后再通过欧洲货币单位使成员国的货币确定双边固定汇率。这种汇率制度被称之为格子体系，或平价网。

欧洲货币单位确定的本身就孕育着一定的矛盾。欧共体成员国的实力并不是固定不变的，一旦变化到一定程度，就要求对各成员国货币的权数进行调整。虽规定每隔五年权数变动一次，但若未能及时发现实力的变化或者发现了未能及时调整，通过市场自发地进行调整就会使欧洲货币体系爆发危机。

1992 年 9 月中旬在欧洲货币市场上发生的一场自二战后最严重的货币危机，其根本原因就是德国实力的增强打破了欧共体内部力量的均衡。当时德国经济实力因东西德统一而大大增强，尽管德国马克在欧洲货币单位中用马克表示的份额不高，但由于马克对美元汇率升高，马克在欧洲货币单位中的相对份额也不断提高。因为欧洲货币单位是欧共体成员国商品劳务交往和资本流动的记账单位，马克价值的变化或者说德国货币政策不仅能左右德国的宏观经济，而且对欧共体其他成员的宏观经济也会产生更大的影响。而英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和意大利经济则一直不景气，增长缓慢，失业增加，他们需要实行低利率政策，以降低企业借款成本，让企业增加投资，扩大就业，增加产量，并刺激居民消费以振作经济。但当时德国在东西德统一后，财政上出现了巨额赤字，政府担心由此引发通货膨胀，引起习惯于低通胀的德国人不满，爆发政治和社会问题。因此，通货膨胀率仅为3.5%的德国非但拒绝上次七国首脑会议要求其降息的要求，反而在1992年7月把贴现率升为8.75%。这样，过高的德国利息率引起了外汇市场出现抛售英镑、里拉而抢购马克的风潮，致使里拉和英镑汇率大跌，这是1992年欧洲货币危机的直接原因。

对德国利率提高首先做出反应的是北欧的芬兰。芬兰马克与德国马克自动挂钩，德国提高利率后，芬兰人纷纷把芬兰马克换成德国马克，到九月芬兰马克对德国马克的汇率持续下跌。芬兰央行为维持比价不得不抛售德国马克购买芬兰马克，但芬兰马克仍狂泻不止，芬兰央行的德国马克有限，在9月8日芬兰政府突然宣布芬兰马克德国马克脱钩，自由浮动。

## 二、危机的导火索

当时英法政府深感问题的严重性而向德政府建议降低利率，但德国认为芬兰马克脱钩微不足道，拒绝了英法政府的建议。德国央行行长施莱辛格在9月11日公开宣布，德国绝不会降低利率。货币市场的投机者获得这个消息后就把投机的目标肆无忌惮地转向不断坚挺的德国马克。9月12日，欧洲货币体系内一直是软货币的意大利里拉告急，汇率一路下挫，跌到了欧洲货币体系汇率机制中里拉对马克汇率的最大下限。在这种情况下，虽然意政府曾在7日和9日先后2次提高银行贴现率，从12%提高到15%，同时还向外汇市场抛售马克和法郎，但也未能使局面缓和。9月13日意政府不得不宣布里拉贬值，将其比价下调3.5%，而欧洲货币体系的另外10种货币将升值3.5%，这是自1987年1月12日以来欧洲货币体系比价的第一次调整。

到了此时，德国政府才出于维持欧洲货币体系的运行而做出细微的让步，于9月14日正式宣布贴现率降低半个百分点，由8.75%降到8.25%，这是德国5年来的第一次降息。德国的这一举措受到美英法的高度赞赏，但为时过晚，一场更大的风暴在英国的外汇市场上刮起。就在德国宣布降息的第二天，英镑汇率一路下跌，英镑与马克的比价冲破了三道防线达到1英镑等于2.78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



马克。英镑的狂跌使英国政府乱了阵脚，于16日清晨宣布提高银行利率2个百分点，几小时后又宣布提高3个百分点，把利率由10%提高到15%。一天2次提高利率在英国近代史上是绝无仅有的。英国做出这种反常之举的目的是要吸引国外短期资本流入，增加对英镑的需求以稳定英镑的汇率。但是，市场的变化是微妙的，一旦信心动摇，大势已成，汇率变动趋势就难以遏阻了。

## 三、 英镑退出欧洲货币体系

从1992年9月15日到16日，各国央行注入上百亿英镑的资金支持英镑，但也无济于事。16日英镑与马克的比价又由前一天的1英镑等于2.78马克跌至1英镑等于2.64马克，英镑与美元的比价也跌到1英镑等于1.738美元的最低水平。在一切机关用尽之后，9月16日晚上，英国财政大臣拉蒙特宣布英国退出欧洲货币体系，并降低利息率3个百分点，17日上午又把利率降低2个百分点，恢复到原来10%的水平。

意大利里拉在13日贬值之后，仅隔了3天又一次在外汇市场上处于危机，马克对里拉的比价再次超过了重新调整后的汇率下浮的界限，意政府为了挽救里拉下跌花了价值为40万亿里拉的外汇储备终未奏效，只好宣布里拉退出欧洲货币体系，让其自由浮动。

欧共体财政官员召开了长达6小时的紧急会议后宣布同意英意两国暂时脱离欧洲货币体系，西班牙比赛塔贬值5%。从1987年1月到1992年9月，5年多时间内欧洲货币体系的汇率只进行过一次调整，而在1992年9月13日至16日，三天之内就进行了二次调整，可见这次欧洲货币危机的严重性。

直到1992年9月20日，法国公民投票通过了其中心思想是把在文化政治上仍有很大差别的国家建立成一个近似欧洲合众国的政治实体，其成员国不仅要使用同一种货币，而且还得奉行共同外交和安全政策的《马斯特赫条约》，才使欧洲货币风暴暂时平息下来，英镑、里拉趋向贬值后的均衡的状态。

## 四、 索罗斯袭击英镑

1992年9月以前，索罗斯开始觉察到英镑快要崩溃了。

当时，德国中央银行总裁史莱辛格向一群名流发表演说，索罗斯从他的演

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说中得知内情一二。这位总裁说，假如投资者认为欧元是一篮子固定的货币，那就大错特错了。事实上，这位老总是话中有话，他针对的是意大利里拉的积弱不振。于是，事后索罗斯顺势问他喜欢不喜欢使用欧元作为一种货币，他说，他喜欢欧元的构想，但他不喜欢欧元这名字，假如欧元称为马克，他会比较喜欢。

这透露了一些端倪。换言之，就是告诉了索罗斯这类进行货币投机的人最好抛空里拉。结果，事实上，里拉不久之后就被迫退出汇率机制。同时，这一点也透露了另一种消息，就是英镑也是脆弱的。于是，在抛空里拉后，索罗斯们将赚到的钱连本带利投入到对英镑的袭击中去。

在这种情形下，丹麦表决否决了《马斯特里赫条约》，以及法国举行公民投票前周末的紧张谈判，使压力不断升高，整个局面得“紧张刺激”。索罗斯说，英国政府决定把利率提高三个百分点，以捍卫英镑，但这只是英国的孤注一掷，说明了英国的说法站不住脚，并鼓励索罗斯之类更积极地抛售英镑。最后，英国在中午调利率，晚上英镑就退出汇率机制。

有人说，假如不是索罗斯一伙人趁机搅局，整个下午都在抛空英镑，英国政府的措施是会奏效的。

对此，索罗斯的回答是：首先，英国的行动是站不住脚的，原因是假如他是对的话，投资者们的“搅局”就不会把英镑挤出汇率机制以外。第二，也不只有我们（索罗斯）在玩这场“游戏”，即使世界上没有我这个人，这个过程还是会按照原来的样子进行，我们可能在整个事件到了最后——英格兰银行调高利率时才起一点作用，原因是到了那么一点的时候，有些市场参与者可能开始犹豫了，我们的果断行动可能又使整群人继续放手一搏。我们也许加快了整个过程的步伐，但我认为不论有没有我们，这事总会发生的。

他还说，当时还有一个因素使当时的局面恶化，这就是市场参与者对市场的认知有偏差。当时，机构投资人预测欧洲货币统合会在一个连续的过程中完成，因此他们认为，汇率的波动将比过去还要少，于是大家都一窝蜂地抢购弱势货币的高收益债券，这一点使汇率机制变得僵化，于是就更容易出现彻底的崩溃，而无法逐步调整。

——也许这就是索罗斯的过人之处。当大家都认为局面只是在逐步上升，而他却看到巨大的差距正在形成，所以，感觉到这是把杠杆原理运用到极致的大好良机。就是说，普通人一般还在现行体制和框架内运作，而他已经准备面对体制的变革。所以，当英国政府最后向国人保证汇率机制稳如泰山时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响了好些投机者，却无法说服他——索罗斯。结果，英镑果然崩溃，索罗斯从中大赚其钱，约10亿美元。

正是由于索罗斯的这次货币进攻，导致了欧洲金融危机。因此，他受到欧洲多国政府的批评和谴责，甚至可能终其一生都不会得到苏格兰皇家联合银行的原谅。但对此，他却说：

“我一生中为了不少目标奋斗过，我也不特别喜欢为货币投机辩护，我只把它视为一种必要的罪恶。我想货币投机比货币限制好一点，但最好还是货币统一。我的自辩是我的运作循规蹈矩，假如规范失灵，不表示我的错，我只是一个守法的市场参与者，错的是订立规范者的错。我想这立场是很妥当、很合理的，别人只管把我叫做投机者，我不会因此感到良心不安。不过，我也不会发起一项运动为投机辩护，我还有更重要的仗要打。我想当局有设计不让投机者得到好处的制度，投机者得到好处，那就是表示当局有了疏忽的地方。问题是他们不愿意认错，他们宁可大声疾呼要吊死投机者，也不愿意多反省看看到底哪里出了错。”

“而且，投机不是没有风险的，而且结果也不是那么有把握的。不过，我们的行动并不是自主的，我们听命于我们的主人——德国中央银行。也许我们比别人更明白我们的主人到底是谁，也可能我们的耳朵听风声比别人听得灵，但我们要有把握明确主持这项行动的主人是谁。我们相信德国中央银行决心打垮汇率机制，以保存欧洲货币政策主宰者的地位，也许我们错了，但这谬误却含有很丰富的养分。”

游戏还未结束，欧洲货币联盟对德国中央银行仍构成威胁。于是，德国中央银行立场强硬，声称不会理会国际形势而进一步紧缩德国的货币政策。此举的结果是：德国马克对所有欧洲货币都形成强势，法国法郎也在下挫中。此外，意大利开始出现资金外流的现象。于是这些国家为了支撑本国货币，将大举抛售美元。而美元由于墨西哥危机和美国本国经济弱化等原因，当时一直处于弱势状态。这样，使美元兑马克汇率进一步下滑。这本是一个自我加强的循环，德国中央银行从中推波助澜。也许，这又可给人某种启示。

有人说，投机者的势力比政府还大。而索罗斯却说，他的看法正好相反，因为，针对德国中央银行而言，是德国中央银行奏乐，而他们只能闻歌起舞。

索罗斯说，经过英镑危机后，很多人戏称他为“打垮英镑的人”，这也就是何以有人认为他是可以左右市场的原因。但在英镑危机过程中，他只是一群人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中的一员而已，也许他比别人更有分量或更成功，但他也只是许多人中一人而已。即使到现在，认为他有影响力也只不过是一种幻觉而已。也许某一市场动向会和他的名字挂上钩，就好像以前和黄金挂钩一样，但假如他们企图违逆市场行事，他们就会被打倒，不过这也不是屡见不鲜的事，例如，那次对日元的投机。

他又说，由于他相信金融市场本质上是不稳定的，所以他更要小心不要制造不稳定。举例言之，当法国法郎遭到压力时，他的确相信他也可以把它打垮，假如他加入战局的话。但这种想法却使他做了一件蠢事：他决定不针对法郎进行投机，同时还给法国提建议，结果还得罪了法国当局。假如他投机，法国还不至于比听到他的建议更感不快。于是，他得到这样的教训：投机者不要多话，一心投机就好了。

## 五、欧洲货币危机的教训

这场货币危机有不少深刻的教训，也有重要的启示，这就是要加强国际货币金融政策的协调和配合。西欧金融九月风暴，在很大程度上反映了欧共体主要工业国家货币金融政策的不协调。当时德国在其经济实力不断增强，马克坚挺的情形下，还偏执于本国利益，不顾英意两国经济一直不景气，而为了他们本国经济发展要降低利率的要求，不仅拒绝了七国首脑会议要求其降息的呼吁，反而提高利率。在芬兰马克被迫与德国马克脱钩的情况下，还意识不到维持欧洲货币体系运行机制的迫切性，甚至公然宣布其绝不会降低利息率。等到外汇市场风暴骤起，才宣布将其贴现率降低半个百分点，但这只能给外汇市场上的投机者以这样的预期，即他们认为德国过去提高利率是为了抑制通货膨胀，现在降低利率仅仅是对通货膨胀的让步。当然，这场危机的过错不能全部归罪于德国，不过，需要强调的是，在经济一体化、全球化的今天，尽管各国间各种经济矛盾日益加剧，但任何国家都不能一意孤行，各国只能在合作与协调中才能求得稳定的发展。世界正在朝着国际合作与政策协调的方向发展，这一趋势现在已经成为不可逆转的潮流。所谓政策协调就是要对某些宏观经济政策进行共同的调整，对相互间的经济关系和经济活动进行联合的干预，以达到互助互利的目的。这主要是由于各国经济政策的溢出效应，即一国所采取的政策往往会影响其他国家的经济运行。由此，各国采取协调的经济政策就会促进世界经济的发展，而各行其是，往往会产生不利的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第五节 1995巴林银行倒闭事件

巴林银行破产案充分显示了期货交易中存在的机构风险、投资风险和对交易行为监督不力而形成的各种危险等一系列重大问题。巴林银行管理层对期货投机的管理失控、对风险的估计不足等等，特别值得投资者汲取教训。对于尚处在期货市场刚刚起步的中国来说，尤其需要引起重视。

## 一、巴林银行兴起

1995年发生的由于在从事期货期权等衍生金融工具的交易中投机过度和内部管理失控而导致破产的巴林银行倒闭事件，是一起典型金融机构破产案例。

1763年，弗朗西斯·巴林爵士在伦敦创建了巴林银行，它是世界首家“商业银行”，既为客户提供资金和有关建议，自己也做买卖。当然它也像其他商人一样承担买卖股票、土地或咖啡的风险。由于经营灵活变通、创新，巴林银行很快就在国际金融领域获得了巨大的成功。其业务范围也相当广泛，无论是到刚果提炼铜矿，从澳大利亚贩运羊毛，还是开掘巴拿马运河，巴林银行都可以为之提供贷款。但巴林银行也有别于普通的商业银行，它不开发普通客户存款业务，故其资金来源比较有限，只能靠自身的力量来谋求生存和发展。

在1803年，刚刚诞生的美国从法国手中购买南部的路易斯安纳州时，所有资金就出自巴林银行。1886年，巴林银行发行“吉尼士”证券，购买者手持申请表如潮水一样涌进银行，后来不得不动用警力来维持，很多人排上几个小时后，买下少量股票，然后伺机抛出。等到第二天抛出时，股票已涨了一倍。20世纪初，巴林银行荣幸地获得一个特殊客户：英国皇室。由于巴林银行的卓越贡献，巴林家族以后获得了五个世袭爵位。这可算得上一个世界纪录，从而奠定发巴林银行显赫地位的基础。

## 二、离奇的错误

里森于1989年7月10日正式到巴林银行工作。进入巴林银行后，他很快争取了到印尼分部工作的机会。由于他富有耐心和毅力，善于逻辑推理，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很快地解决以前未能解决的许多问题，使工作有了起色，因此，他被视为期货与期权结算方面的专家，伦敦总部对里森在印尼的工作相当满意。1992 年，巴林总部决定派他到新加坡分行成立期货与期权交易部门，并出任总经理。

无论做什么交易，错误都在所难免，但关键是看你怎样处理这些错误。在期货交易中更是如此。有人会将“买进”手势误认为“卖出”；有人会在错误的价位购进合同；有人可能不够谨慎；有人可能本该购买六月份期货却买进三月份的期货，等等。一旦失误，就会给银行造成损失，在出现这些错误之后，银行必须迅速妥善处理。如果错误无法挽回，唯一可行的办法就是将该项错误转入电脑中一个被称为“错误账户”的账户中，然后向银行总部报告。

里森于 1992 年在新加坡任期货交易员时，巴林银行原本有一个账号为“99905”的错误账号，专门处理交易过程中因疏忽造成的错误。这原是一个金融体系运作过程中正常的错误账户。1992 年夏天，伦敦总部全面负责清算工作的哥顿 · 鲍塞给里森打了一个电话，要求里森另设立一个“错误账号”，记录较小的错误，由于账号必须是五位数，这样账号为“88888”的“错误账户”便诞生了。

几周后，伦敦总部又打来了电话，总部配置了新的电脑，要求新加坡分行还是按老规矩行事，所有的错误记录仍通过“99905”账户直接向伦敦报告。“88888”错误账户刚刚建立就被搁置不用了，但它却成为一个真正的“错误账户”存在于电脑之中。而且总部这时已经注意到新加坡分行出现的错误很多，但里森巧妙地搪塞而过。“88888”这个被人忽略的账户，为里森提供了日后制造假账的机会，如果当时取消这一账户，则巴林的历史可能会重写了。

## 三、只手遮天

1992 年 7 月 17 日，里森手下一名加入巴林仅一星期的交易员犯了一个错误：当客户（富士银行）要求买进 20 口日经指数期货合约时，此交易员误认为卖出 20 口。这个错误在里森当天晚上进行清算工作时被发现。欲纠正此项错误，须买回 40 口日经指数合约，这表示按当日的收盘价计算，其损失为 2 万英镑，并应报告伦敦总部。但种种考虑下，里森决定利用错误账户“88888”，承接了 40 口日经指数期货空头合约，以掩盖这个失误。数天后，更由于日经指数上涨 200 点，此空头部位的损失便由 2 万英镑增为 6 万英镑了，此时，里森更不敢将此失误向上呈报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另一个与此同出一辙的错误是里森的好友及委托执行人乔治犯的。乔治与妻子离婚了，整日沉浸在痛苦之中，开始自暴自弃。里森喜欢他，因为乔治是他最好朋友，也是最棒的交易员之一。但很快乔治开始出错了。里森示意他卖的 100 份九月的期货全被他买进，价值高达 800 万英镑，而且好几份交易的凭证根本没有填写。

将乔治出现的几次错误记入“88888 账号”对里森来说是举手之劳。但至少有三个问题困扰着他：一是如何弥补这些错误；二是将错误记入“88888”账号后如何躲过伦敦总部月底的内部审计；三是 SIMEX 每天要他们追加保证金，他们会通知新加坡审计，他们会计算出新加坡分行每天赔进多少。

为了赚回足够的钱来补偿所有损失，里森承担愈来愈大的风险，他当时从事大量跨市部位交易，因为当时日经指数稳定，里森从此交易中赚取期权权利金。若运气不好，日经指数变动剧烈，此交易将使巴林承受极大损失。里森在一段时日内做得还极顺手。到 1993 年 7 月，他将“88888”号账户亏损的 600 万英镑转为略有盈余，当时他的年薪为 5 万英镑，年终资金则将近 10 万英镑。如果里森就此打住，那么，巴林的历史也会改变。

除了为交易员遮掩错误，另一个严重的失误是为了争取日经市场上最大的客户波尼弗伊。在 1993 年下旬，接连几天，每天市场价格纪录飞涨，用于清算记录的电脑屏幕故障频繁，无数笔的交易入账工作都积压起来。因为系统无法正常工作，交易记录都靠人力。等到发现各种错误时，里森在一天之内的损失便已高达将近 170 万美元。在无路可走的情况下，里森决定继续隐藏这些失误。

1994 年，里森对损失的金额已经麻木了，“88888”号账户的损失，由 2000 万、3000 万英镑，到 7 月时已达 5000 万英镑。里森自传中描述：“我为自己变成一个骗子感到羞愧——开始是比较小的错误，但现已整个包围着我，像是癌症一样，我的母亲绝对不是要把我抚养成这个样子的。”从制度上看，巴林最根本的问题在于交易与清算角色的混淆。里森在 1992 年去新加坡后任职巴林新加坡期货交易部兼清算部经理。作为一名交易员，代客操作，风险由客户自己承担，交易员只是赚取佣金，但为防止交易员在其所属银行承担过多的风险，这种许可额度通常定得相当有限。而通过清算部门每天的结算工作，银行对其交易员和风险部位的变化也可予以有效了解并掌握。但不幸的是，里森却一个人身兼交易与清算二职。

在损失达到 5000 万英镑时，巴林银行总经理部曾派人调查里森的账目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实上，每天都有一张资产负债表，每天都有明显的记录，可看出里森的问题。即使是月底，里森为掩盖问题所制造的假账，也极易被发现——如果巴林真有严格的审查制度，里森假造花旗银行有 5000 万英镑存款，但这 5000 万已被挪用来补偿“88888”号账户中的损失了。查了一个月的账，却没有人去查花旗银行的账目，以致没有人发现花旗银行账户中并没有 5000 万英镑的存款。

关于资产负债表，巴林银行董事长彼得 · 巴林还曾经在 1994 年 3 月有过一段评语，认为资产负债表没有什么用，因为它的组成，在短期间内就可能发生重大的变化，因此，彼得 · 巴林说：“若以为揭露更多资产负债表的数据，就能不重视巴林董事长付出的代价之高，也实在没有人想象得到吧！”

另外，在 1995 年 1 月 11 日，新加坡期货交易所的审计与税务部发函巴林，提出他们对维持“88888”号账户所需资金问题的一些疑虑。而且此时里森已需每天要求伦敦汇入 1000 多万英镑，以支付其追加保证金。最令人难以置信的，便是巴林在 1994 年底发现资产负债表上显示 5000 万英镑的差额后，仍然没有警惕到其内部控制的松散及疏忽。在发现问题至其后巴林倒闭的两个月时间里，有很多巴林的高级及资深人员曾对此问题加以关切，更有巴林总部的审计部门正式加以调查。但是这些调查，都被里森以极轻易的方式蒙骗过去。里森对这段时期的描述为“对于没有来制止我的这件事，我觉得不可思议。伦敦的人应该知道我的数字都是假造的，这些人都应该知道我每天向伦敦总部要求的现金是不对的，但他们仍旧支付这些钱。”

## 四、疯狂的代价

1995 年 1 月 18 日，日本神户大地震，其后数日东京日经指数大幅度下跌，里森一方面遭受更大的损失，另一方面购买更庞大数量的日经指数期货合约，希望日经指数涨到理想的价格范围。1 月 30 日，里森以每天 1000 万镑的速度从伦敦获得资金，已买进了 3 万口日经指数期货，并卖空日本政府债券。2 月 10 日，里森以新加坡期货交易所交易史上创纪录的数量，已握有 55000 口日经期货及 2 万口日本政府债券合约。交易数量愈大，损失愈大。

所有这些交易，均进入“88888”账户。账户上的交易，以其兼任清查之职权予以隐瞒，但追加保证金所需的资金却是无法隐藏的。里森以各种借口继续转账。这种松散的程度、实在令人难以置信。2 月中旬，巴林银行全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股份资金只有 47000 万英镑。

1995 年 2 月 23 日，在巴林期货的最后一天，里森对影响市场走向的努力彻底失败。日经股份收盘降至 17885 点，而里森的日经期货多头风险部位已达 6 万余口合约。里森为巴林所带来的损失，在巴林的高级主管仍做着次日分红的美梦时，终于达到了 86000 万英镑的高点，造成了世界上最老牌的巴林银行终结的命运。

巴林银行破产案充分显示了期货交易中存在的机构风险、投资风险和对交易行为监督不力而形成的各种危险等一系列重大问题。巴林银行管理层对期货投机的管理失控、对风险的估计不足等等，特别值得投资者汲取教训。对于尚处在期货市场刚刚起步的中国来说，尤其需要引起重视。巴林银行破产案发生之后，新加坡金融管理当局对巴林银行的期货过度投机进行了详细的调查，发现里森曾身兼两职，既是该银行交易员，又是清算员。他利用工作之便在新加坡国际金融期货交易所参与期货交易时，就已经以欺骗手段开立了一个虚假的“88888”的账户，他平时利用该账户掩盖不时出现的交易损失。之所以发生此类情况，深层原因则是由于机构管理存在重大漏洞，它助长了机构职员利用权力进行投机的欲望。

巴林银行破产案反映了国际金融市场瞬息万变，现代金融工具特别是衍生工具的投资具有极大的风险性。即使是金融巨头稍有闪失，也会在一瞬之间倒闭破产。巴林银行期货交易员的过度投机对人们的启示是：投资者一定要正确认识期货投资的风险。机构则要深刻认识机构本身存在的风险，既要对期货交易加强管理，又要对机构本身加强管理。

## 第六节　美国长期资本管理公司兴衰录

曾经辉煌一时的 LTCM 的遭遇给我们带来了更多的思考和经验教训。对于衍生品投资者来说，有哪些经验教训值得吸取呢？投资衍生品要注意控制风险，这一点对于投资者来说更为重要。1998 年初，LTCM 拥有 40 多亿美元的资本，但它通过借贷所持有的资产，包括债券、股票、外汇及期货等，却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



达到了1200多亿美元。正是由于过高的杠杆比率使得LTCM在小概率事件面前损失惨重，几近破产。

股指期货等金融衍生产品虽然允许投资者运用较高的杠杆比率，这增大了盈利的机会，但同时也蕴含着较大的风险。因此，投资者在做股指期货投资交易时不要过量操作。否则，一旦市场走势与预期的相反，就可能会带来巨大的损失。特别是历史数据和规律并不能等同于未来。历史不会简单地重复，基于历史数据所总结出来的规律未必会一直适用。小概率事件的发生以及市场环境的变化可能会导致以前的规律失灵。我们在交易过程中永远要考虑到意外发生的可能性，谨慎面对市场新变化。

## 一、成功的开始

长期资本管理公司的总部设在距纽约曼哈顿约两个小时车程的康涅狄格州郊区格林威治村。从所拥有的资本金规模上来说，它最多时也没有超过50亿美元，这在众多的对冲基金里并不算多。它之所以与众不同的最大的原因来自于公司背后众多具有显赫名气的合伙人及交易员。他们当中，既有名牌大学教授，诺贝尔经济学奖得主，也有前联储官员及著名投资银行的明星交易员。长期资本管理公司的16个普通合伙人中，舒思教授与默顿教授分享了1997年的诺贝尔经济学奖。在这样的一个明星组合中，处于核心位置的是梅利威泽。这位前所罗门兄弟公司的副董事长因其在债券交易方面的卓越才能而在华尔街享有盛名。

在离开所罗门兄弟公司三年后，梅利威泽与其他九位合伙人一起，于1994年初在康涅狄格州的格林威治村建立了长期资本管理公司——一家实际上的对冲基金。十位普通合伙人共出资1亿美元。同时，基金又从外面的投资者手中筹集了11亿美元的资本金。1994年底，公司又募集了20亿的资本金。很少有哪一家对冲基金能在这么短的时间内吸引到这么多的投资。很多投资者由于敬仰长期资本管理公司的合伙人的名气和以往交易的历史而投资于这家对冲基金。一些投资银行，如美林证券，也将自己那些富裕的客户推荐给长期资本管理公司。

（一）投资的主要方式：比较价值投资

长期资本管理公司在一群明星队伍的管理下，开始了其在金融市场上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资运作。它的所有的投资策略中最重要的一条是“比较价值投资”。这种投资方式是梅利威泽在所罗门兄弟公司时主要的投资方式，也是在对冲基金圈子里常被采用的投资策略。其理论根据是它认为在任何两类相似的金融工具之间（如国库券和公司债券之间，股票价格和期权之间），都存在着某种关系，当这种关系被打破之后，经过一段时间，又会回复到原来的正常水平；或者如果今天存在于某些金融工具之间的关系是不正常的，随着时间的变化，它们会向某一水平靠拢。

在这一思想的指导下，长期资本管理公司的交易员，经济学专家、数学家及计算机程序员等通过编制的计算机程序的帮助，在金融市场上寻找他们认为“不正常”的关系。一旦他们认为发现了这种异常，那么基金就会买入“低估”的金融产品，同时卖空“高估”的金融产品。梅利威泽及他的同事们最大的投资领域就是美国政府债券及其他机构债券，包括各种公司债券、住房抵押担保债券等。由于联邦政府债券，即美国政府国库券，是以国家的信誉为担保的，因而它具有最高的安全性。其他的机构债券，由于发行机构或担保机构的不同，因此具有不同的风险程度。比如在公司债券里，微软公司发行的公司债券与苹果电脑公司发行的债券的风险程度就不一样。公司债券的回报率，高于国库券的回报率。这之间的差别，叫做“利差”。在正常的经济环境下，这一利差应该是相对稳定的，一般它在一个范围内波动。

对于长期资本管理公司这样的对冲基金来说，它所寻找的就是当这种波动超出它认为是正常的范围的时机。当利差变大时，对冲基金认为相对于公司债券来说国库券的回报率太低了，国库券的价格相对于公司债券的价格会下降。因此，它会采取两方面的投资，一方面，大量地买进公司债券，另一方面，大量地卖空国库券，如果事实证明这种判断是正确的，即如果两者之间的价格差别缩小了，那么对冲基金就获得了利润。“对冲”在这里表现为公司债券或国库券的绝对价格上升或下降并不重要，重要的是它们之间的相对价格，也就是说，只要它们之间的价格差别缩小了，那么无论两者的价格怎么变化，对冲基金都是获利的。在梅利威泽几十年的交易历史中，他多次成功地利用了这一策略。

（二）盈利的主要来源：债券套利

长期资本管理公司最重要的利润来源是债券套利。传统意义上的套利通常指在不同市场上买进卖出同一种商品或货币，从而利用不同市场间的差价来获利的行为。随着远期合同成为越来越普遍的投资工具，现在的套利把债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




券与期货合同结合起来。特别是七十年代的布莱克—舒思期权模型的建立，人们有了衡量期权价格的工具。

由于债券期货合同是金融衍生品，它的价格是由它所代表的债券的价格衍生而来的，因此，在两者的价格之间存在着紧密的关系。金融衍生品所代表的某种金融工具的价格不应偏离开金融工具的本身的合理的价格，也即当考虑进去利率、风险、时间等各种因素后计算出来的价格。从阵容上来说，长期资本管理公司具有最强大的债券套利的队伍。以舒思教授和默顿教授为首的研究人员建立起一套复杂的计算机程序，用来捕捉金融工具及其衍生品的价格之间的细微差别。当这种差别被发现后，比如说某种特定债券的期货交易价格高于按照现货价格计算出的合理价格，那么他们便认为期货价格被高估了，或者现货价格相对低估了。于是基金便会买进现货，同时卖出期货合同来套利。债券套利为长期资本管理公司带进滚滚财源。

## 二、濒临破产的罪魁

进入 1998 年第二季度以后，长期资本管理公司的处境开始变得不妙起来。首先是在 5 月份基金损失了 6.5%，随后的六月份它又减少了 3%。六月份结束时，基金在上半年共减少了 35%，这是自基金运作以来首次出现的负增长。管理层面对这种情况表现得比较镇定，他们认为这种情况是暂时的，市场也许很快会变得好起来。

（一）灾难性的打击

俄罗斯政府因外汇储备面临枯竭，而于 1998 年 8 月 17 日宣布将卢布贬值，同时暂停外债偿还。虽然俄罗斯的国民生产总值及其进出口贸易额在全球所占的比例很小，但它却有 2000 多亿美元的外债。

俄罗斯政府的这一举动立即引起了全球性的金融市场的混乱。由于担心其他新兴市场也会出现债务危机，投资人纷纷抛出手持的各种带有风险的债券，转而寻求最安全的投资工具。在华尔街，由于人们担心可能到来的金融危机会最终引发经济危机，公司的获利将会减少，因而争先卖出公司债券和房屋抵押债券，抢购国库券。几乎所有的从事债券交易的投资机构都受到了沉重的打击。对长期资本管理公司来说，它受到的打击更为严重。它的资本金在本年度开始时为 48 亿美元。但到了 8 月份结束时，只有 23 亿美元。8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



月份一个月，基金就下降了44%，与年初相比，下降了52%。

（二）“相对价值”投资理论成为濒临破产的主要原因

进入1998年后，长期资本管理公司认为公司债券与房屋押债券的利率已高出国库券的利率很多，它们之间的差别超出了正常的范围，于是它开始大量卖空国库券，同时买进其他被认为低估了的债券。这种投资策略是建立在投资者相信其它债券和国库券之间的利差是会逐渐缩小到正常水平的。但8月份出现的俄罗斯债务危机很快蔓延成全球性的债务恐慌，人们不单单抛售新兴市场债券，在美国国内，投资人也纷纷避开高回报率的公司债券，抢购国库券。这使得公司债券价格更加下跌，而国库券价格则一路上扬。它们之间的利差也更加扩大了。由于国库券回报率的下降，房屋抵押贷款的利率也下降，引起房屋抵押债券的价格下降，因而，房屋抵押债券与国库券之间的利差也扩大了。一般债券由于其风险性高于国库券，因而回报率也高于国库券。年初时，这个差别为3%左右，但到了8月底，这个差别就扩大到了6%以上。在欧洲金融市场上，由于长期资本管理公司寄希望于1999年1月1日启动的欧元会使得各国政府债券的回报率变得相同，它买入了价格较低的政府债券，如意大利政府债券，而卖空了价格较高的政府债券，如德国政府债券。但当恐慌发生时，投资者纷纷买入安全性高的德国政府债券，而出售安全性相对低的意大利政府债券，两者回报率之间的差别扩大了。在这几种情况下，长期资本公司持有一种债券的同时卖空另一种债券的投资策略不仅没有能减少风险，反而由于两边都与市场的方面相反而加重了损失。

长期资本公司的过度借贷投机是它前几年能够获得高回率的一个重要原因，同样也成为加重它这次损失的主要因素。

在正常的市场环境下，长期资本管理公司从事的债券套利交易所涉及的债券的利率变化非常小。为了从分分秒秒的微小变化中获得利润，长期资本公司大量地进行借贷投机。在年初时，它拥有40多亿美元的资本，但它通过借贷所运行的资产，包括债券、股票、外汇及期货等，却达到了1200多亿美元。也就是说基金每一美元的资本金大约支撑着30美元的资产。到了八月底，各种消息纷纷浮上台面。那些贷款给长期管理公司的金融机构此前一直都不知道对冲基金的借贷比率，这时它们大吃一惊，不仅停止新的贷款，还督促对冲基金还债或提供更多的抵押担保品，此时，梅利威泽唯一的选择就是把基金持有的资产在市场上出售。但市场上的交易商早已预期到一些对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金可能不得不出售持有的那些安全性低的公司债券或住房抵押债券，这些债券的价格会继续下降。因此，很少有人愿意买入这些债券，尽管它们的价格与三个月前相比，显得惊人的便宜。相反，这些债券的价格被继续压低，而在国库券市场上，由于人们认为长期资本管理公司卖空了大笔的国库券，它最终要买回那些卖空的国库券，这会使得国库券价格上升，加上为了避免风险，交易商纷纷买入国库券，这使得国库券的价格节节上升。政府 30 年公债曾达到有史以来的最高价格。长期资本管理公司在 9 月初时，把它的总资产从 1200 亿美元降低到 了 900 亿美元，但它的资本金在九月中旬也迅速地缩减到只有 6 亿美元了。就是这 6 亿美元，也只是账面上的，如果它被迫出售资产清偿债务，长期资本公司只有宣布破产。

（三）拯救行动衍生“道德危机”

对于长期资本管理公司的管理层来说，这段时期应该是他们一生中最灰暗的经历。他们一直以来都是金融市场上的骄子，已经习惯了被尊敬和崇拜的眼光所包围。而对于梅利威泽来说，却有更深的意味，眼前发生的事情，正如 18 年前一段历史的重演，所不同的是，那时他是救援者，而如今，他站在了寻求救援的一边。那些昔日慷慨借款的金融机构，如今都急着催他归还本利。长期资本公司尝试与各方接触，以获得资金注入。它也曾寻求索罗斯 5 亿美元的支持，但索罗斯没有同意。

长期资本管理公司寻求新的资金注入的努力没有成功，市场状况对它越来越不利，联邦政府债券价格一直在上升。它的合伙人只有向联邦储备银行发出求救的信号，因为它庞大的资产负债额使得没有哪家金融机构敢于冒风险来拯救它。他们联系上了正在英国参加会议的纽约联邦储备银行主席麦克唐纳。麦克唐纳立即意识到了问题的严重程度。在他的敦促下，一场紧急援救行动开始了。9 月 18 日，麦克唐纳从伦敦打电话给华尔街几家金融机构的主管。两天后，联邦储备银行人员和财政部的工作小组一起来到康涅狄格州的格林威治村的长期资本管理公司具体了解情况。9 月 22 日，纽约联邦储备银行的高级官员费雪与高盛、美林以及摩根银行的负责人商讨具体步骤。9 月 23 日，纽约联邦储备银行主席麦克唐纳从伦敦赶回纽约，召集 16 家金融机构的负责人讨论长期资本管理公司的紧急拯救方案。会议原定于上午 9 点半在华尔街附近的联邦储备银行召开，但会议召开前，麦克唐纳得知私人投资者，著名的股市奇才巴菲特与高盛公司及美国国际集团共同出资，准备买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下长期资本管理公司。于是麦克唐纳把会议延后，希望这个私人团体能够出资买下对冲基金。巴菲特的购买计划准备出资 40 亿美元，其中 37.5 亿美元用于营运，支持现有的资产，另外 2.5 亿美元作为购买所有合伙人在公司中的份额，同时一个附带条件是梅利威泽必须离开管理层，另谋出路。长期资本公司拒绝了这个收购计划，会议于下午一点开始。

会场上争吵非常激烈，然而有一点是与会的董事长、首席执行官、总裁们都非常清楚的，那就是拯救长期资本管理公司不仅是为了整个金融市场的稳定，也是为了各家商业银行、投资银行自己的利益。几乎华尔街上所有大的商业银行、投资银行都与长期资本管理公司有业务关系。如果对冲基金宣布破产，它的资产并不能受到冻结。美国破产法对于长期资本管理公司这样的金融机构有一个特殊的规定，它的债权人有权变卖它们所持有的抵押品。如果它所有的债权人都希望赶在其他债权人脱手之前卖掉所持有的抵押品：国库券或公司债券，那么这些抵押品的价格就会迅速下降，其结果是每家债权人都受到损失。

经过长时间的讨论，各家金融机构的代表一个接一个地表态，说明各自愿意拿出多少金额。但仍没有达到预定的总出资 35 亿美元的目标。最后，一些大的出资机构同意在每家出资 2.5 亿美元的基础上，各自增加 5000 万美元。

经过五个小时的争论，14 家金融机构达成最后协议，出资 36.5 亿美元，拯救长期资本管理公司。

14 家金融机构所出的 36.5 亿美元将占新的基金的 90%份额，原来的普通合伙人及投资者所余下的资金占基金的 10%的份额。这使得原基金的拥有者的资本金被估算为 4 亿多美元，这比巴菲特的出价高出约一倍。在协议达成的同时，一个由 6 家金融机构组成的监督委员会成立了。委员会成员来自 J·P· 摩根，美林证券，高盛证券，摩根斯坦利丁威特，旅行者集团及瑞士联合银行，监督委员会具有对基金投资运作的最高监管权力。各出资金融机构还同意用大约 3 年的时间，逐渐地出售基金持有的金融资产。

长期资本公司的拯救行动所拥有的 36.5 亿美元的资金数额是巨大的。在美国金融史上，只有联邦储备银行于 1984 年拯救伊利诺大陆银行时所动用的资金超过它。而在形式上，由于这次行动是在联储督促下由商业银行和投资银行共同完成的，因而它更类似于 1980 年的一起拯救事件。当时，亨特兄弟公司在白银市场上的投机活动陷入泥潭，它的倒闭将会牵连到一连串的金融公司的倒闭。由 J·P· 摩根银行带头，筹集了 10 亿美元的资金，拯救了亨特兄弟公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



联邦储备银行的这些拯救活动就其本身来说应该是比较成功的。至少它们为这些陷入危机的银行争取了时间，使它们能够有序地清理资产和负债，一段时间以后，以合理的价格被收购，拯救活动更重要的成果是稳定了整个金融系统，避免了大的金融危机的出现。但拯救活动也带来了一些不良后果，其中最主要的就是“道德危机”问题。金融机构如银行等首要的原则应该是安全性，这要求金融机构自身做好风险性管理。

政府出面拯救陷入困境的金融机构会使其他金融机构留下错误的印象：风险管理不像想象的那么重要，只要你足够大，在市场中具有举足轻重的影响力，那么当陷入困境时，政府会伸出援手的。这样，“道德危机”就产生了。

这也是政府在决定是否拯救时最担心的问题。由 14 家大的金融机构共同出资的行动还可能带来另一想象不到的不良后果：市场的有效竞争可能受到伤害。这些美国，甚至世界上最大的商业银行、投资银行因为这次的拯救活动而拥有共同的商业利益，很难防止它们私下联合起来，在金融交易中采用不正当的手段左右市场。而联邦储备银行由于在这次行动中所扮演演的角色，让人怀疑它能否不留情面地对待这类可能的事件。有消息说，这些金融机构联名要求联储减息的行动是联储第二次突然降低利率的原因之一，至少使得这次降息提前实行。虽然不管是联储，还是参与拯救行动的金融机构都在口口声声宣称这次拯救行动是为了保护广大投资者的利益，但实质上确实为了保护这些金融机构自身的利益。它们在交易活动中也持有大量与长期资本公司类似的资产，如大批的新兴市场债券，公司债券及住房抵押债券等。如果长期资本管理公司被迫清盘，这些债券被投放到市场上，将掀起轩然大波。那些价格已经被压得不能再低的债券将会受到沉重打击，所有持有这些资产的金融机构也会蒙受重大损失。更为严重的是，人们不知道还有多少对冲基金也处在和长期资本管理公司类似的处境，一家对冲基金的倒闭引起市场价格的变化会迅速引起其他对冲基金的倒闭，而金融机构如商业银行、投资银行等，是这些对冲基金的主要借款者。对冲基金的倒闭必然给它们带来巨大损失。同时，这些出现拯救的金融机构中有些在长期资本公司中持有股份，如美林证券、瑞士联合银行等。

长期资本管理公司在获得了 36.5 亿美元的拯救资金后重新开始了它的运作。随着整个金融市场形势的好转，它那 900 多亿美元的没有解套的资产会逐渐地解套，也许很快能够带来利润。但它留给我们的思考却是多方面的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



### 三、长期资本管理公司兴衰的启示

（一）投机市场中不可能出现神圣，任何人都会犯错误。长期资本管理公司，拥有世界上第一流的债券运作高手梅里韦瑟和罗森菲尔德，拥有世界上第一流的科研天才默顿和舒尔茨，拥有国际上第一流的公关融资人才莫里斯。但是这个“梦幻组合”中每个人物都应对长期资本管理公司的重挫负有责任。因此，我们不应迷信任何人，要有独立思考的能力。

（二）投机市场中不存在制胜法宝，任何分析方法与操作系统都有缺陷与误区。长期资本管理公司曾经以为自己掌握了致富秘笈，在国际金融市场上连连得手，自信满满。可是偏偏出现了他们所忽视的小概率事件，使其造成巨额亏损已近破产。因此，我们股民运用任何方法或工具在证券市场上进行运作时，必须认识到它们有时会出错，会使你错失一些机会。如果它们出错只是小概率事件，正确是大概率事件（例如大于60%），而且比较适合你的个性，你就坚持使用它们，但也要注意下面的提示。

（三）在投机市场上生存与发展，控制风险是永恒的主题。正因为在资本市场上任何人任何方法都可能出错，所以控制风险是我们投资者应终生牢记在心的铁律。如果你所依赖的方法或工具，在出错时仅使你错失一些赚钱的机会，这并不要紧。如果它们出错时，有可能会令你伤筋动骨、全军覆没甚至负债累累，这样的风险就必须严格控制了。

## 第七节　香港金融保卫战

1997年下半年，美国著名金融家索罗斯旗下的对冲基金在亚洲各国和地区发起了连番狙击，并获得了极大的成功。1998年6月～7月间，索罗斯把矛头对准了港元，开始有计划地向香港股市及期市发动冲击。

迎战索罗斯的香港特区政府先后动用了1000多亿港元，使恒生指数共上扬1169点，使得国际投机者利用在恒指期货市场累积的大量淡仓牟取暴利的企图受到重创，从而保持了港元汇率的稳定和金融市场的秩序。香港特别行政区政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



府的胜利是有代价的胜利。此举，大大超过了1993年“英镑保卫战”中英国政府动用77亿美元与国际投机者对垒的规模，堪称一场“不见硝烟的战争”。

那场风暴过后，泰国、马来西亚、印度尼西亚等国家和地区几十年来积存的外汇一瞬间化为乌有，政治、经济和社会生活各个层面都在冲击之下发生了巨大的改变。它不但改变了世界，也同时改变了人们对于“自由市场经济”及“政府干预”的定见。

## 一、事件回顾

在1998年的东南亚金融风波中，香港特别行政区股票和外汇市场受到了以索罗斯为首的美国对冲基金的强烈冲击，股票指数期货交易在其中扮演了重要的角色。1998年8月28日，600多万香港市民目光被锁定在位于港岛中环的香港联交所和香港期交所上。因为8月28日是8月份香港恒生指数期货合约的结算日，也是香港特别行政区政府打击以对冲基金为主体的国际游资集团操控香港金融市场的第10个交易日。双方经过9个交易日的激烈搏杀后，迎来了首次决战。

上午10点整开市后仅5分钟，股市的成交金额就超过了39亿港元，而在同月的14日一整天，香港特别行政区政府仅动用了30亿港元吸纳蓝筹股，就将恒生指数由13日报收的6660点推高到7224点。半小时后，成交金额就突破了100亿港元，到上午收市时，成交金额已经达到400亿港元之巨，接近1997年高峰时8月29日创下的460亿港元的日成交量历史最高纪录。下午开市后，抛售压力有增无减，成交量一路攀升，但恒指和期指始终在7800点以上。随着下午4点整的钟声响起，显示屏上不断跳动的恒指、期指、成交金额分别在7829点、7851点、790亿锁定。

1998年8月28日，对于众多国际炒家来说，是一个痛心的日子。香港股市在周边股市普遍下跌的不利条件下，仍能顶住国际炒家的抛售压力，大出炒家们的意料，也使炒家们在此战中惨败而归，这是香港特别行政区政府自1998年8月14日入市干预以来的最高潮，也是针对炒家们惯用的汇市、股市、期市的主体性投机策略，以“其人之道，还治其人之身”所取得的重大胜利。在这十个交易日中，香港特别行政区政府将恒生指数从8月13日收盘的6660点推高到28日的7829点报收，并迫使炒家们在高价位结算交割8月份股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指期货，并抬高9月份股指期货。在此之前，炒家们建了大量的8月份期指空仓。这样一来，即使他们转仓，成本亦很高；一旦平仓，则巨额亏损不可避免。

自入市以来，香港特别行政区政府动用了100多亿美元，消耗了外汇基金的13%，就此而言，香港特别行政区政府的胜利也是有代价的胜利。

（一）前期工作

对冲基金在对香港特别行政区金融市场进行冲击时所需要的资金不可能在进行冲击时一边冲击，一边筹集。因为一旦受到冲击，被冲击的金融监管部门的传统做法是提高短期贷款利率，而事实已经证明在前三次冲击（1997年10月、1998年1月、1998年6月）中，香港金融管理局的措施便是提高短期贷款利率，金融管理局主席任志刚也被戏称“任一招”。利率的提高会提高冲击者的成本，但此前是在冲击者在有关利率被提高后，仍有借款行为。在这次炒家冲击香港金融市场时，与以往最大的一个不同点就是：炒家没有进行即期拆借活动，而是预先囤积了大量的港元，这些港元来自多方面，但有一个很重要的来源是一些国际金融机构1998年上半年在香港发行的一年至两年期的港元债券，总数约为300亿港元，年利息为11%。这些国际金融机构将这些港元掉期为美元，而借入港元的主要是一些对冲基金。这些港元为对冲基金攻击香港金融市场提供了低成本来源，使投机者具备了在汇市进行套利的条件，而对冲基金又在外汇市场上买入大量的远期美元，据说索罗斯旗下的基金就持有总数约400亿的美元买入合约，到期日为1999年2月。

在1998年6、7月恒生指数在8000点的时候，大举沽空，建立了大量的恒指空仓头寸，对冲基金建立恒指空仓，是因为它们预计香港股市在受到冲击后恒生指数必然会大幅下跌，而恒指期货合约的价格是每张每点50港元，也就是说，若建的是空仓，恒生指数每下跌一个点，一张期货合约可收入50港元。众所周知，恒生指数代表香港金融市场乃至整个香港经济、政治前景，就是香港经济的“晴雨表”。恒生指数下跌越多，人们对香港经济的信心就越弱，在这种情况下，恒生指数的大幅下挫，很有可能引起广大投资者的盲目跟从，从而极有可能造成恒生指数无序下跌。对冲基金的经营者正是看中了这一点，才大量持有空头头寸。

（二）炒家出招引起香港特别行政区政府干预

1998年8月初，投机者突然大肆宣扬人民币将贬值10%，其中，上海、广州等地的人民币黑市交易中曾跌到了1美元兑换9.5人民币左右。投机者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



散播人民币将贬值的谣言是“声东击西”的招数，是想借此来影响人们对港币的信心。除此之外，投机者还大肆宣扬内地银行不稳定等谣言，其目的仍是为其狙击港元创造心理条件，其手段真可谓无所不用其极。有一家海外基金甚至开出了 1998 年 8 月 12 日香港联系汇率脱钩的期权。

炒家开始冲击，恒生指数应声暴跌。1998 年 8 月 5 日，炒家们一天之内抛售 200 多亿港元，香港金融管理局一反过去被动做法，运用香港财政储备如数吸纳，将汇市稳定在 1 美元兑换 7.75 港元的水平上，银行同业市场拆借利息也仅是略有上升。1998 年 8 月 6 日，炒家又抛售了 200 多亿港元，金融管理局再出新招，不仅照单全收，而且将所吸纳的港元存入香港银行体系，从而起到了稳定银行同业拆借利息的作用。因为拆息率一旦提高，股市下跌在所难免，以往三次狙击的结果都是保住了汇市，而股市大跌。但是 8 月 7 日因为已公布中期业绩的蓝筹股业绩不佳导致股市下跌，恒生指数全日下跌 212 点，跌幅为 3%。在此后 7 日到 13 日这几个交易日中，香港政府继续采用吸纳港元、稳定同业拆息率的办法稳定股市。但由于炒家在股票市场上做空，恒生指数最终还是跌到了 6600 点的低位。

1998 年 8 月 14 日，香港特别行政区政府正式参与股市和期市交易。香港政府为了维护港元，携巨额外汇基金进入股票市场和期货市场，与炒家进行直接对抗，开始前数分钟向香港的中银、获多利、和升等多家证券行指示大手吸纳恒生指数蓝筹股，表示不惜成本，务求将 8 月期指抬高 600 点。香港政府的此举一反以往对投机者“积极不干预”的政策，对投机者造成了一个始料不及的沉重打击。由代行中央银行职权的金融管理局直接托市干预期货、股票市场，在全球开放型资本市场上尚属首次。当时恒生指数和 8 月份股指期货合约以 7224 点收市，股市成交量达到 81 亿港元，而平时成交水平约在 30 亿～ 50 亿港元。

临近 8 月 28 日期指结算日，对冲基金从香港经纪商手中借入大量股票，据说，索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于 8 月 28 日与香港政府的大决战。由于香港借贷利息为 25%，大大高于海外借贷利息 8%的水准，故投机者向海外借贷成功。香港政府一面下令香港各上市公司和基金不得把手中持有的股票借给对冲基金，一面在股票市场中如数接受对冲基金的抛售狂潮，以至于大战之后，香港政府拥有了多家上市公司的绝对控股权。至 8 月 28 日，香港政府在 10 个交易日的较量中，最终顶住了国际炒家的抛售压力，将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



恒生指数成功地推高了1100多点，打破了炒家们的如意算盘。

概括起来，8月份香港特别行政区政府采取的主要措施有：

第一，如数吸纳炒家抛售的港元，并将所吸纳的港元存入香港银行体系以稳定香港银行同业拆借率，并于8月14日突然提高银行隔夜拆息率，突击投机者，提高投机者的拆借成本。

第二，自8月14日起大量买入恒生指数成分股（蓝筹股），抬高恒生指数及8月份恒生指数期货合约价格，加大建立许多空仓的投机者在8月28日8月份恒生指数期货合约结算日的亏损。

第三，指示香港各公司、基金、银行等机构不要拆借股票现货给对冲基金，减缓股票市场的波动。

第四，抬高9月份指数期货合约，以加大投机者转仓的成本。

## 二、幕后秘闻

（一）曾荫权夜半饮泣

1998年金融风暴中特区政府动用外汇储备入市，成功击退国际金融炒家，却引来社会上一片批评之声，学者、商界纷纷指责特区政府破坏了香港一贯自由市场运作体系，曾荫权更是众矢之的。

这段经历，无疑是曾荫权最难忘的。原来，他在决定入市打“大鳄”之前，堂堂一个男子汉曾“夜晚静静地哭过两三次”。他说，当时他连续多个晚上失眠，睡着了也会作恶梦，有时坐在床边，想着想着就流下眼泪。因为这一决定不仅与他不干预市场的理念不符，他也十分担心一不小心输掉香港人的钱，就算自己“跳楼”也无法挽回损失。

（二）香港可能在5天内“断气”

曾荫权回忆说，1998年金融风暴横扫亚洲，他离港到土耳其“避风头”。谁知他回来后，情况更差，外汇储备已损失了80亿美元。根据香港金融局官员的分析，“大势已去”，如果港府不采取行动，恒生指数很快直线暴跌到4000点，银行贷款利息居于历史最高位，香港很可能在5天之内“断气”。

当时放在他面前的选择不多，一是实施外汇管制，二是宣布港元兑美元的联系汇率脱钩。但是，他认为，这两个方法都不可取，如果宣布港元与美元脱钩，更犹如“少女失身”，绝对不行。他于是决定“起来和他们（“金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大鳄”）斗一场！”

（三）董建华半个小时拍板

他与金管局总裁任志刚研究过，都认为香港的根基很好，没理由回归才一年便“玩完”，随即向特首董建华提出入市决定。

曾荫权透露，董建华只花了半个钟头就拍板。“当时‘老板’（指董建华）问我，这一决定是否在我权力之内？我回答道：‘是，我来承担！’”曾荫权还说，他明白如果入市失败，他、任志刚和财经事务局前局长许仕仁都会卸官，来承担责任。

也怪不得曾荫权心情复杂。入市之后，他常受外界责骂，但后来到了美国，却被传媒冠以“民族英雄”的美誉。曾荫权感叹地说：“这真是胜者为王，败者为寇！”

（四）上阵先锋原来是女将

不说不知道，当时负责指挥与金融炒家对垒的竟是一位女将——香港金融管理局助理总裁叶约德。

叶约德先后在多家国际大投资银行接受过磨炼。1996 年，金融管理局总裁任志刚发现她是个难得之才，于是挖墙角把她请入金管局。从此，叶约德开始替香港市民管理超过 1 万亿港元的外汇基金。

在 1998 的那场大战中，传媒知道只是特区政府“财经三剑侠”——曾荫权、任志刚和原财经事务局局长许仕仁。其实，还有两个少为人知的重要人物，一个是金管局副总裁陈德霖，他是参谋长、军师；另一个就是叶约德，她是披甲上阵的急先锋。

当时，要准确地判断局势已经很难，更何况手中掌握的还是香港市民的血汗钱，曾荫权当时彻夜难眠，堂堂男子汉几度静夜落泪，叶约德承受压力之大可以想见。叶约德如何减压，如何保持镇定、清醒和旺盛的战斗状态，外人不得而知。但是，据参与入市行动的人回忆，叶约德非常沉着冷静，她坐镇金管局指挥中心，不断关注大市变化，迅速制定应变措施，甚至亲自操盘。事实证明，她的果断行动稳稳顶住了金融“大鳄”的疯狂攻击。

## 三、各方评价

香港特别行政区政府为击退国际炒家而进行的干预活动由汇市扩展到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市之后，已引起不少争论。赞成港府行动者固然不在少数，毁誉参半者亦有之，持反对意见者也大有其人。支持港府的，主要是本地中小投资者和商界人士，他们认为港府早就应该干预。反对者的层面也相当广泛，包括许多跨国金融机构。例如，美资的摩根史丹利就发表报告，抨击港府这次行动是“孤注一掷”，未必能够成功，反而可能把香港人的血汗钱送给炒家，长此下去更会危及联系汇率。反对者中还有一两家素来标榜信奉自由市场原则的报章，以及一些教授学者；他们的论点无非是指香港政府入市开了干预市场的恶例，后患无穷，更将损害香港国际金融中心的地位，吓跑投资者。美国《华尔街日报》也以“香港犯大错”为题指责港府干预自由市场原则。

（一）赞成者认为：香港特别行政区政府的干预行动是稳定香港金融市场的重大举措

1. 港府干预市场获中央肯定。得悉香港特区政府近期展开对股市、期货市场和汇市的干预行动后，中国银行时任行长王雪冰 8 月 26 日在澳门表示：“香港金融市场的稳定对香港经济的发展十分重要，香港特区政府和金管局采取一定的措施，会对香港的金融稳定带来积极的影响。”外交部发言人 9 月 1 日在记者会上答记者问时强调，有关香港行政区的事务，中央政府始终尊重香港特别行政区的决定。他指出，香港特别行政区政府保障金融企业和金融市场的金融自由并且依法进行管理和监督，这是属于特区高度自治范围内的事情。中央人民政府一贯支持香港特区政府为维护香港金融市场的稳定和联系汇率制所做的努力。

2. 长江实业主席李嘉诚表示，他本人完全支持特区政府入市的做法，但不评论这做法对或不对。李嘉诚表示，特区政府正尝试为香港做点事，很难说这是否很好或不好，但最低限度政府非常努力地去尝试，“我们别无选择”。李嘉诚指出，他手头所持的上市公司市值不低于 1500 亿港元，如果将股票借出可赚很多钱，但他不肯借出，在目前的环境下，也不会沽货，过去一个月也没有沽出一股，亦不计划沽货。

3. 香港前行政局成员陈坤耀表示，近年来炒家在香港金融市场上声东击西，同时对外汇及股市兴风作浪，基本上扰乱了金融秩序。在这种情况下，政府不能再以传统的不干预政策去面对问题，有必要采取特别手段进行干预。陈坤耀并认为，政府的干预行动来得太迟。不过，他指出，政府干预不是击退炒家的长远办法，只能视为特别状况下的非常手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 亨达国际金融董事总经理邓予立认为这是必需的维持市场应有秩序的做法，因为香港是一个自由经济体系，却不是一个让炒家自由"提款"的地方。港府要给炒家足够的警告，和表现出维护香港金融经济应有的利益的决心，坚强港人对经济的信心。邓予立强调，港府这次高调的在公开市场采取的行动，实际是对美资炒家明目张胆地在港元期货、港股及恒指期货等多个市场狂妄狙击的回应，亦不是改变它原有的金融经济政策。反而港府在炒家狂妄的狙击炒卖活动中一点也没有表示，就不符合一个政府应有的要求。任何政府都有需要对不正常的炒卖采取有效的干预行动才成。港府这次的做法是适当和令人接受的。

5. 香港著名评论员曹景行著文《港府大战国际炒家胜败未定》支持政府，他在文中指出："环顾今日之世界，纯粹以自由市场原则只存在于经济学家的头脑中和教科书上。任何政府在国民经济基础和民众根本利益遭受威胁时，都有责任采取必要的、合理的干预行动，否则就是失职。"他指出："政府入市干预本来就是非常措施，难免会令外界一些人对香港的金融市场运作产生疑虑，令香港的国际金融中心的地位有所失色。但港府这么做也是'两害取其轻'"。他还指出："尽管美国政府口口声声赞扬人民币和港币坚守不败，但在香港金融市场上兴风作浪的国际炒家却有相当一部分是美资背景。谁知道关键时刻美国会支持香港一把，还是反过来推香港一把？"

（二）反对者认为：香港特别行政区政府的干预行动将动摇香港自由市场原则

1. 标准普尔 8 月 31 日降低香港外汇主权评级。由于香港特别行政区政府入市干预香港股市与期货市场，改变了香港的外汇储备结构，从而增加了保卫港元汇率的风险，削弱了港府的财政支持能力，标准普尔宣布将香港的长期外汇及短期外汇评级分别由 A＋和 A1＋降至 A 和 A1。同时将港元长期评级由 AA－降至 A＋，将港元短期评级由 A1＋降至 A1。长期评级展望则转为负面。标准普尔还表示，如果港元的联系汇率动摇，或者港府的行动进一步削减对港元的财政支持的话，它有可能在短期内再次调低香港的评级。

2.《亚洲华尔街日报》报导，香港特别行政区政府是拿其名誉作赌注。这或许会使一些投机者知难而退，但国际投资家将会怀疑香港坚持自由市场原则的决心，这将对香港经济造成长远的伤害。报导指出，政府的干预在长期是行不通，尤其在香港经济正在严重的衰退的当儿。港府一向以高利率捍卫港币与美元的汇率联系，干预可能打击投机者对香港市场的信心，使高利率策略更难实行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报导也指出，刻意托高股价，阻碍了股市自由运作的能力。由于许多投资者把港币和人民币紧密地联系在一起，港币的疲弱也可能对人民币产生负作用。

3. 诺贝尔奖得主默顿 · 米勒指港府入市干预股市期市是一大错误，完全违反人们以往引以为傲的自由经济原则，高官中应有人下台以向市场发出清楚讯息，香港将回复以往的自由经济。米勒接受记者访问时说，港府入市干预股市期市，最终将伤害香港，而且一开始干预则不得不继续干预，全球这么多对冲基金，根本无从应付。

上述对此次香港金融保卫战的评价，总结起来主要是围绕两个层面展开：

第一个层面是对香港的联系汇率制度本身的评价，对它之所以评价是因为整个保卫战的目的就是要维护香港的联系汇率制度，同时又必须以最低的代价来维护它；

第二个层面是面对于香港这样一个向来奉行“积极不干预”自由政策的政府这次大举入市这一非同以往的行动的评价。至于香港保卫战的意义，更多的是对这些评价的一些总结和扩展。

**对香港汇率制度本身的评价——**

香港联系汇率制度是以 7.8 港元兑换 1 美元的比例钉住美元制度。也可以说是固定汇率制度。

对于这种汇率制度，批评者认为：由于无法保证香港与美国经济发展的完全同步性，美元与港元的固定比率始终存在一个投机的空间，在投机者长期攻击下，这种制度的消亡在所难免。1992 年的欧洲货币体系危机，1994 年的墨西哥金融危机，1997 年的泰铢贬值等便是明证。此外，与香港同处东南亚地区的一些原本也采用联系汇率制度的国家放弃联系汇率制度，给香港造成的压力是巨大的，若香港再坚持下去，对香港经济的损害是直接的。另一种对目前联系汇率制度进行批评的是认为联系汇率制度本身是好的，但是金融管理局将它用错了，这种观点认为联系汇率制度是一种现钞发行制度。现在香港金融管理局的做法是使外汇市场上同样要维持 1 美元：7.8 港元的水平，而且只许港元汇率高于该下限，即只允许港元汇率单边浮动，这实际上是作茧自缚，使所有的汇率风险都由金管局自身承担。

而赞成者认为：香港的联系汇率制度始建于 1983 年，当时由于中、英香港问题谈判受阻，引发市场出现大量抛售港元、收购美元的现象，当时是出于保护港元汇率，维护港人对香港未来的信心建立的。而且历史也证明，在联系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇率制度下，香港经济有了很大的发展，而且更重要的是在香港有实行联系汇率制度的条件。第一，香港一贯奉行谨慎财政政策，在过去的十年中财政盈余平均超过本地生产总值的2%。第二，香港有着庞大外汇储备，至1998年2月为967亿美元，居世界第三，香港的外汇储备是流通货币的8倍。第三，香港的经济体系十分灵活，80年代香港经济结构成功调整就是证明。第四，香港金融体制稳定，监管审慎。第五，香港有中国内地蓬勃发展的经济的支持。

**对港府入市干预的评价——**

反对入市干预者所持意见主要有：

政府干预可能令长线投资者远离香港，使香港市场成为政府和炒家角逐的场所；

政府的入市干预，增加了亚洲地区的不明朗因素，并打击长线投资者来港投资；

港府此举有损自由经济形象，会破坏其金融中心地位；

港府入市干预等于向炒家表示港府已是最后一招。

主张入市干预者的意见主要有：

港府向来信奉自由经济，自由经济是香港的基石，但是遭人操控的经济不是自由经济，港府入市旨在打破这种操纵；

港府入市干预完全正确，因为只有这样才能与炒家抗衡，将金融秩序纳入正规；

当货币和金融市场受投机者冲击时，采取必要的措施保障两个市场的稳定和公平，确保市场人士可以在公平环境下进行活动，并确保市场有效运作是应该的。

## 四、香港金融保卫战的意义

总的来说，香港特别行政区政府维护联系汇率制度入市干预是具有很大的积极意义的，对香港而言联系汇率制度，已不仅仅是一个汇率制度的问题，还是一个重要的政治问题，它已成为香港政府的一个政策目标。

尽管如此，我们还是要看到联系汇率制度存在着缺陷，同时，我们应看到联系汇率制度是在特殊的历史背景下诞生的，而政治、经济形势正在逐步改变，因此，从长远看，完善金融架构已势在必行。从目前来看，香港政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



已经有所行动，如对国际上一些积极的建议进行可行性探讨，向立法会递交一些金融管制新举措。

对于香港特别行政区政府入市干预，其积极意义远远胜过其负面影响。

一向以奉行自由经济著称的香港特别行政区政府积极入市，引发了人们对于自由经济含义的再度思考。在过去的几年中，大多数的经济理论认为“全球一体化（自由化）”是经济发展的大趋势，理论的应用便是一些发展中国家积极地向“国际”靠拢。但是，一系列的危机的爆发，让人们不得不再度考虑自由化这个问题，尤其是当一国的经济金融安全受到威胁和破坏时，是不是还应继续奉行自由化？自由化是个总的趋势，这点谁也不必否认。但是辩证地看待自由才能正确地认识自由化。任何自由都是相对的，不存在绝对的自由；绝对的自由必然导致不自由。经济金融全球化引发的国际游资问题相信在此次危机后，会引起更多经济学者和有关当局的重视。显而易见，国际游资的大规模扫荡，已经严重地威胁到了一些国家的经济安全，国家经济安全是指国家经济发展和经济利益不受破坏和威胁的状态，具体体现为国家经济主权独立、经济发展所需的重要资源供给得到新的保障。当自由市场的失败已威胁到一国的经济安全，从经济学的角度来分析，应该是政府干预市场以消除市场失败。对冲基金等国际游资对于部分国家和地区市场的大规模袭击已经形成对该地市场的操控，这其实已经造成了市场的失败，政府的干预也是必然的。

从香港金融保卫战可以看出，一国或地区的力量与庞大的国际游资集团相比是微弱的，为了更有效地对游资进行监管，类似于监管跨国银行的《巴塞尔协议》的监管协议的出台被认为是有必要的，当然，这尚需要各国和各地区的共同努力。

## 五、香港金融保卫战的启示

香港特别行政区政府在这场金融保卫战中的行动，引发一系列有关自由市场经济争论和反思在所难免，也可能因此导致一场对自由市场经济认识的革命。

（一）自由市场经济与政府干预

自由经济是个好东西，人人都应维护它。但是，世界上没有绝对的事物，自由经济也是一样。自由经济是在有关法规的监管下自由交易，并不等于政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



府放任不管，任由某些人为所欲为。当国际大炒家散布人民币即将贬值等谣言，操控市场，把广大投资者和市民作为掠夺对象，港府如果听之任之，那本身就损害了自由经济。港府这次入市的目的很明确，就是反击国际大炒家，让他们知难而退，干预不仅没有违反自由经济的原则，反而是维护了真正的自由经济。总起来说，港府这次反击国际大炒家有理、有效，值得支持。台湾地区已宣布严禁索罗斯旗下基金入境的消息。台湾此举肯定会引起不少非议，但这也是迫不得已而为之。只有击退了国际大炒家，或者不让国际大炒家涉足，自由经济才是不受人为操控的真正自由经济。

完全自由市场经济根本不存在，所有政府都要保障本国或本地区的经济、政治和社会稳定，保障本地区市民的切身利益，这是政府的基本职责。

香港金管局总裁任志刚支持政府干预股票及期货市场，他引述前财政司夏鼎基对“积极不干预政策”的阐释，反映港府今次行动并无偏离有关政策。他表示，“积极不干预政策”的设计师夏鼎基曾指出，“即使在奉行‘积极不干预政策’的大前提下，亦必须承认有时候干预是实事求是的做法，才能保持香港经济的稳定。”故这次经咨询外汇基金委员会后，财政司长决定在市场力量的自由运作下进行干预。

从香港特别行政区政府入市干预股市引发的关于自由市场经济与政府干预的争论中，人们可以很清楚地看到，世界上没有所谓绝对自由放任的市场，在国家政策和利益的大前提下，在必要时政府不得不进场干预。就以美国来说，在八、九十年代美元低落的时刻，联邦储备局就经常在市场上扶持美元；这些年来，该局经常利用调整利率的手段来控制通货膨胀，进而影响投资市场，这更是典型的干预例子。任志刚也指出港府兴建机场、修路、提供公共房屋、医疗服务等的举措也都是干预的例子，只是与其他地区比较，政府倾向减低参与程度。

虽然干预的行动得到肯定，政府还是应尽量减低干预行动为宜，特别在交易市场上，如果干预行动失败，所产生的后果是非常严重的。

（二）市场自由化与开放市场

近年来频频在世界各地爆发的金融危机，已很清楚看出，这又是市场绝对自由化带来的祸害。与 1929 年之前的市场自由化不受规范导致经济大萧条的情况同出一辙，不同的是 1929 年闯祸者是工业市场者毫无规范地豪夺市场，结果受到了受害者的还击，纷纷采用政治手段控制自己市场，于是两败俱伤，市场全面崩溃。现在的金融危机，闯祸者是金融市场者，他们滥用金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



融市场的自由开放的权利，四处对那些毫无准备、毫无反抗能力（基于财力薄，或管理不完善，或因借贷太多，或是投资策略出错等等而出现抵抗能力贫乏）的地区，进行劫掠式“买卖”。由于现代社会的金融市场把整体经济生活牢牢紧扣在其运作体制下，国际金融市场炒家通过金融市场的自由买卖制度，可以在转瞬间用他们巨大的资金，把对方的财富轻易套取。不管是泰国、印尼或韩国之所谓美金债务太大，或是香港地区、中国台湾地区或新加坡之巨大储备，又或是马来西亚之不接受国际货币基金组织的援助，一律都受到国际金融炒家的冲击，即使是日本那样财力雄厚的国家也不能免疫。

（三）金融自由化与货币管制

自从70年代美国经济学家爱德华·肖和罗纳德·麦金农提出“金融深化和金融自由化“的学说至今，这一观点对发展中国家的经济改革和经济发展产生了重大的影响。70代以来，拉美许多国家和东亚一些国家相继进行了金融自由化的改革。金融国际化、全球化和自由化成为一段时期报章刊物上的高频率用语。

而至今日，几乎所有进行金融自由化改革的发展中国家都发生了金融危机。令人注意的是，许多经济学家在论证金融自由化时都把东南亚一些国家如泰国、马来西亚的金融开放当成成功的范例来论证。而现在金融危机在这些国家也爆发了，当我们冷静下来深入思考时，有必要研究以下问题：

金融自由化和经济发展到底是什么关系？金融自由化一定会带来金融危机吗？具备什么样的条件才能在发展中国家进行金融自由化改革？

货币—特别是纸币—从它诞生的那一天起就“蒙上了神秘的面纱“。它可小到左右一个人的命运，大到统治一个国家甚至全世界。货币问题牵涉到经济利益的再分配，20世纪的国际金融实际上是美元金融。当今的国际金融市场格局显然有利于美国，因为美元在国际金融市场上占据垄断地位，发展中国家的金融自由化在这种国际金融市场背景上只能是服从美元为主体的经济。自由化的本质是逐步放弃各国政府对民族经济和金融的各种控制手段，主要利用汇率和利率两种手段调节经济。而开放经济中的汇率和利率，在现行的国际金融体系和制度下受制于美元金融或发达国家的金融。

香港特别行政区的经济有着在世界上最低程度的政府干预、最强劲的经济基础和没有债务。然而，近期香港金融市场的剧烈动荡也在一定程度上说明，无论自由化程度多高的金融市场，也难以避免国际上有组织的国际炒家的损害，而如果像香港这样具有最强劲经济基础、自由度最高的金融市场都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




可以被这些国际炒家威胁，那么非工业化和新兴市场还有什么希望呢?

## 第八节 2008年法国兴业银行案件

法国兴业银行因交易员违规进行期货买卖，导致公司损失 49 亿欧元。

根据兴业银行的电子声明，这一巨亏案祸起股指期货交易。该行 2008 年 1 月 18 日发现一名在巴黎的交易员擅自设立仓位，并在未经许可的情况下大量投资于欧洲股指期货。事实上，兴业银行在 19 日就已发现了上述“巨额欺诈交易”，不过，该行得等到将相关头寸全部平仓之后才能向公众披露。而轧平这些仓位直接导致了该行多达 49 亿欧元的损失。

金融业充斥着交易者让雇主损失惨重的故事。短短近二十年，这样的故事经常在上演，但这次法国兴业银行的交易员杰洛米 · 科维尔的案例是明显出格的。法国兴业银行是真的“坦然应对”吗?

我们相信：对于这家创建于拿破仑时代、经历了两次世界大战并最终成为法国商界支柱之一的机构而言，此次使之蒙羞的事件仍可能是致命性的。

按理说，欧洲金融市场无论是在内部风险管理还是在市场监管上，都远比我国的金融业制度来得严密和健全，然而有时仍会像薄纸一张而被轻而易举地捅破。这样的结果，令人费解，令人深思……

1989 年 11 月，美国投资银行“德崇证券商品有限公司”因当时证券业务负责人违规操作被监管机构罚款 6.5 亿美元。公司最终申请破产，违规者被判 10 年监禁。

1992 年 4 月，印度多家银行和证券公司被曝合谋从银行间证券市场挪出 13 亿美元资金至孟买股市“托市”。主要嫌疑人在候审时死于狱中。

1991 年，巴基斯坦国际商业信贷银行的洗钱和欺诈活动给存款人和债权人造成 100 多亿美元的损失。巴基斯坦国际商业信贷银行破产事件对国际金融监管制度改进产生了莫大的影响。而鼎鼎大名的恐怖组织头目拉登、美国总统布什家族、甚至英格兰国家银行都与该行都有着千丝万缕的联系。

1994 年 1 月，MGRM 集团在美国高息筹资，投资石油期货损失 13 亿美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相当于集团一半资产。造就轰动欧洲一时的德国 MGRM 集团期货投资案。

1994 年 12 月，美国加州橘郡财务长雪铁龙以政府名义筹资，进行票据投资，最后亏损 18 亿美元，事件曝光后，地方政府随即宣布破产。

1995 年 3 月，英国历史最悠久的巴林银行派驻新加坡的交易员尼克 · 里森“未经授权”大量购买走势看好的日本日经股票指数的期货，但没想到一场阪神大地震使日经指数不升反跌，导致巴林银行亏损 14 亿美元，一下陷入破产境地。就此一家具有 230 多年历史、在世界 1000 家大银行中按核心资本排名第 489 位的英国巴林银行轰然倒闭。这一消息在国际金融界引起了强烈震动。

1996 年 6 月，时任日本住友商事有色金属部部长的滨中泰男被曝在伦敦金属交易所非法进行铜期货交易案件，给公司造成 26 亿美元损失。滨中泰男后来获刑 8 年。由于他的非法交易团队一度控制铜期货交易量的 5%，滨中泰男也被称之为“百分之五先生”。

2002 年，爱尔兰最大银行爱尔兰联合银行在美国分部的一名交易员从事非法外汇交易，使公司蒙受 7.5 亿美元损失。这名交易员后被判 7 年半监禁。

2004 年 12 月 1 日，中国航油（新加坡）股份有限公司发布消息：公司因石油衍生产品交易，总计亏损 5.5 亿美元。净资产不过 1.45 亿美元的中航油（新加坡）因之严重资不抵债，向新加坡最高法院申请破产保护。

2006 年 3 月至 4 月，美国对冲基金公司 Amaranth 首席交易员试图操控纽约商品交易所的天然气期货价格，最终致使公司损失 66 亿美元。

当全球经济眼光都集中在“次级债”上时；当全球经济政客名流们聚集达沃斯讨论对策时；当全球各大银行家们闭门苦思时，一名来自法国的年轻人杰洛米 · 科维尔的出现，一下子将所有目光聚集其身，他只是一名银行中级交易员。

一位普普通通的法国兴业银行交易员，希望在法国兴业银行再工作几年后，能去高盛投资公司去工作，成为一名世界有名的投资家。

科维尔想出名，而现在他也算如愿以偿。他如今已是全球知名人物，让世界所有的闪光灯和话筒都对准着他，来尽可能地挖掘他背后的故事。只不过他个人、银行乃至全球金融市场都为此付出了沉重代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 一、事件回放

他是一个人，一个团队，还是一个庞大的利益集团？就让我们一起来看看这位普通交易员和他身后“普通的事件”。

（一）事件回放之瞒天过海

2000 年，31 岁的杰洛米 · 科维尔进入法国兴业银行，在监管交易的部门工作 5 年后，科维尔转入交易部门，从事套汇交易。

在此部门工作了 5 年之后，杰洛米 · 科维尔采用真买假卖的手法，把这种短线交易做成了长线交易。

从 2006 年后期起，杰洛米 · 科维尔开始这种操作。他买入一种金融产品后，并不同时卖出。为掩盖建仓痕迹，他同期“虚拟”卖出。

他在买入金融产品时，刻意选择那些没有保证金补充警示的产品。这样一来，风险监管经理很难发现他的账户或交易情况异常。此外，银行在监控风险时，倾向于重点关注特定时间段的交易净部位风险，容易忽视全部交易的规模。

在银行风险经理们看来，买入金融产品的风险已经通过卖出得到对冲，但实际那些头寸成了长期投机。杰洛米 · 科维尔通过盗用他人电脑账号、伪造文档等方法，掩盖他的种种越权、违规行为。

一开始，虚拟交易的规模相对较小，但后来变得越来越频繁，规模也越来越大。进入 2008 年 1 月，这种疯狂的虚拟交易达到顶峰。

银行公布的数字显示，杰洛米 · 科维尔在欧洲各大股市股指期货上的头寸达到 500 亿欧元，其中道 · 琼斯指数期货头寸 300 亿欧元，德国法兰克福股市 DAX 指数期货头寸 180 亿欧元，英国伦敦股市《金融时报》100 种股票平均价格指数期货头寸 20 亿欧元。

对此银行承认，风险经理曾数次注意到科维尔投资组合的异常操作，但每次科维尔称这只是交易中常见的一个“失误”，并随即取消了这笔投资。穆斯蒂尔说：“但实际上，他换了一种金融工具，以另一笔交易替代了那笔被取消的交易。”

（二）事件回放之调查

交易事件的风险随着次级债危机的扩大不断地扩大，独立调查小组随即成立……

2007 年 12 月末。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



杰洛米·科维尔建立的欧洲股指期货多头仓位是有巨额的浮动盈利的。当时已有欧洲相关部门向法国兴业银行报告，但并没有得到回复。

2008年1月18日，星期五。

法国兴业银行收紧了对一家大银行客户的放款，并核查历史交易。杰洛米·科维尔曾盗用这个银行的账户，做过至少一次虚拟交易。而法国兴业银行证券部门当天收到客户银行的一封电子邮件，信中称交易是“真实”的。证券部门反而对这封信起了疑心，随即展开紧急调查。至此，科维尔的庞大交易终于露出了马脚。一个专门负责调查此事的小组随即成立。

就在当天，德国DAX指数下跌超过600点的时候，杰洛米·科维尔可能已经损失了20亿欧元。

1月19日，星期六。

杰洛米·科维尔不能就此交易向管理层提供合理解释，而银行本身否认曾经进行过此类交易。

迫于压力，该交易员终于承认其越权行为，特别是一系列的违规操作。

随即，独立调查小组开始对该交易员所操作的全部持仓进行核查。

1月20日，星期日。

独立调查小组查明所有相关持仓信息，以及整个风险敞口的程度和范围被查明。该项欺诈交易的账面金额高达约500亿欧元。

董事会主席Daniel Bouton先生立即向法国中央银行报告了此事。

当日下午，法兴内审委员会召开紧急会议以检查并确定此事对2007年集团年收益的影响，及关于美国住房抵押资产（特别是债务抵押债券）的相关资产减记，随后董事会在当天18:30召开会议，报告了刚刚查清的违规持仓情况。

主席在董事会上言明，这起事件将会导致巨大损失，暂时无法对集团2007年的预计损益做出准确估计。

同时董事会决定，按照相关市场规定将相关事宜以及对预期损益的对外公布推迟至完成全部平仓操作之后。

1月24日，星期四。

在股票市场开盘前，欺诈交易及其影响已经在市场中传播，法国兴业银行集团请求对其股票实施临时停牌措施。

相关调查在法国兴业银行集团监察部门和法国央行领导下开始进行，并且确定了欺诈交易的真实情况；警方也开展了相关询问工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1 月 26 日，星期六。

杰洛米·科维尔自动前往巴黎警察局金融警察部门向警方投案自首。

1 月 28 日，星期一。

法国检察部门起诉因涉嫌大规模违规交易的交易员——杰洛米·科维尔。罪名为违反信托约定、伪造和使用伪造文件和盗用他人电脑账户密码。

（三）事件回放之暗渡陈仓

银行董事会面对数额巨大的交易寸头，如何既保住银行的信誉，又将损失降到最低……

1 月 18 日晚到 1 月 21 日

当时，全球股市状况非常糟糕，早在 1 月 18 日星期五的时候，欧洲股市就出现了剧烈的下跌，在 1 月 20 日晚至 1 月 21 日的欧洲股市开盘之前，亚洲股市也有显著的下跌，其中，恒生指数暴跌了 5.4%。尽管开局不妙，但法兴已无退路。

1 月 21 日，星期一。

按照董事会做出尽快将其平仓的决定。违规头寸的平仓操作在极其不利的市场条件下开始进行。

当日，投资者对美国经济将陷入严重衰退的担心不断升级，以及可能出现更多资产减记消息的影响，欧股遭受了惨重损失。其中包括道琼斯泛欧 600 种股票指数重跌 5.7%，金融时报 100 指数下滑 5.5%。

当天，法国兴业银行抛盘采用了有控制的平仓节奏。其中，EURO STOXX 为 8.1%、DAX 为 7.8% 和 FTSE 为 1.7%。

1 月 22 日，星期二。

法国兴业银行的平仓行动还在有条不紊地进行着。

当日，受稍早时美联储公布了多年来最大的一次议息会议间降息决策，欧股主要股市在银行股大幅反弹的推动下基本高收。

道琼斯泛欧 600 种股票指数上涨 2.4%，收于 316.17 点。其内部银行股的涨幅领先。

欧洲大国的主要股指当中，英国金融时报 100 指数上涨 2.9%，收于 5，740.10 点；法国 CAC 40 指数攀升 2.1%，收于 4，842.54 点；德国 DAX 30 指数下跌 0.3%，收于 6，769.47 点。

当天，法国兴业银行抛盘规模为：EURO STOXX 为 6.8%、DAX 为 5.7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和 FTSE 为 3.1%。

1 月 23 日，星期三。

当天，法国兴业银行抛盘规模为：EURO STOXX 为 5.9%、DAX 为 6.1%。

所有的违规头寸 500 亿欧元的平仓操作结束，占市场交易总规模的 8% 左右。

在这三天时间里，大量的仓位同样被毫不留情的快速斩掉。但即便如此，交易员丑闻爆发之后，仍有市场意见将当时全球股市的罕见下挫归咎于法兴的斩仓行动。所有违规持仓在 1 月 23 日晚上被全部关闭。总体来说，因亚洲市场 1 月 20 日和 1 月 21 日大跌而给此次交易带来的最终损失高达 49 亿欧元。

傍晚，500 亿欧元的大单全部被甩空。当日，法兴再度召集董事会，将有关事项通知董事会成员。

随即，董事会会议再次召开，所有成员被告知了相关事项的全部情况及相关影响。

当所有媒体对杰洛米 · 科维尔所谓的滔天罪行进行口诛笔伐，对银行内部层层监管系统忧心忡忡时，处在漩涡中心的另一个主角——“法国兴业银行”却泰然自若，从容应对这场建行以来最大的危机。

随着事件的发展，杰洛米 · 科维尔的名称也在不断变换：从疯狂交易员，到魔鬼交易员、流氓交易员，到现在的另类“英雄”——以极端方式揭露当今金融系统内弥漫的贪欲。

在事件的不断更新的信息中，人们惊呼杰洛米 · 科维尔瞒天过海的手段和聪明之时，我们不得不对法国兴业银行对危机处理的本事，以及将数额高达 500 亿欧元仓单暗度陈仓的能力拍案叫绝。孙子兵法中的两计在此案中运用得炉火纯青。

到底是杰洛米 · 科维尔为了在金融投资界扬名立万成为投资明星而铤而走险，还是金融资本家们为了追求资本利益的最大化，而睁一只眼闭一只眼。

在金融市场中，谁都知道利益最大化总是有风险最大化如影随形。一个是为了有更加突出的工作业绩，从而能在公司名声大振，而不惜赌上个人时间生命；一个是为了贪欲，从而在金融市场上能有更多的话语权，而豪赌 500 亿欧元。看起来他们虽是各图所需，但无形中合作得也是天衣无缝、相得益彰了。

但市场是公平的，违背市场预期的巨额亏损终归是纸包不住火的。杰洛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



米 · 科维尔到底是个人行为还是只替罪羊？法国兴业银行到底要不要为“暗渡陈仓”负法律责任？现在看来这些都已不重要了。但无形的惩罚却是惨痛和沉重的——这一次他们输的不只是个人时间和金钱，还有金融市场中最重要的银行信誉！

就像有人对此事评价到：“这个体系怂恿人们不顾--切地为追求高额利润铤而走险。”

但市场是公正无情的，不按市场规律做事，终究会受到市场无情的报复。

## 二、事件探源和启示

担任世界上最大衍生交易市场领导角色的法国第二大银行—兴业银行，因为从事金融衍生交易而出现的巨额亏损表明，如果不尽快在世界范围内建立风险规避制度，金融衍生产品交易有可能对金融市场造成巨大的破坏作用。

金融衍生交易是一种保证金交易。它是通过预测金融市场未来的走向，付出少量保证金而从事的一种投机性活动。这种交易风险极大，但是利润丰厚，所以，世界主要金融机构都跻身金融衍生交易市场，从事金融冒险活动。

当一些有影响力的金融机构通过金融衍生交易系统从事大规模投机活动时，其他金融机构或者个人就会跟风而上，这样一来，必然导致金融机构先前的预测发生重大变化，金融衍生交易的不确定性也就表现出来。这种交易成功的秘诀就在于：准确把握市场走向，快速完成交易。如果只是看准了金融市场未来的走向，而没有及时将自己的衍生产品脱手，那么，就有可能作茧自缚，造成巨额亏损。

从法国兴业银行衍生产品的交易过程来分析，人们发现，之所以出现巨额亏损，就是因为当交易员预测发生错误的时候，不是及时平仓止损，而是试图借助金融机构的信用和庞大的资金，在短期内改变市场走向。然而，由于投机行为过于明显，自身交易又对市场产生严重影响，所以，到最后兴业银行不得不承受巨大损失。

类似交易在西方各国的金融机构普遍存在。国内一些学者认为，西方国家金融衍生交易具有复杂的审批程序，凡出现严重亏损，都是因为交易员违反了金融机构内部的交易准则。这是一种不负责任的说法。如果设置层层审批程序，那么，金融衍生交易将毫无效率可言。正是因为西方国家的金融机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



构实行一种类似于暗箱操作的授权机制，所以才会出现大规模金融衍生交易活动。这种授权制度在通常情况下表现为风险管理制度，金融公司会针对不同的金融衍生产品交易行为，授予交易员不同的权力。不过，如果交易员在短时期内为追求巨额利润而从事大规模的违规交易行为，那么金融企业监管部门要么来不及反应，要么根本不会做出反应。在金融衍生交易领域，始终奉行“成王败寇”的法则，只要能获得巨额的利润，哪怕是将世界金融市场搅得天翻地覆，公司的管理者也不会追究交易员的法律责任。反过来，如果交易业绩不佳，那么，即使循规蹈矩，交易员也有可能受到公司管理者的批评。

所以，只要有金融衍生交易，就会再次发生类似法国兴业银行这样的事件。可以这样说，在当今社会，金融市场预测本身就是一个重要的经济增长点，有人通过预测世界金融市场的走向，获得巨额收益。

在这个十分混乱的金融市场，每个投资者都希望成为市场的胜利者，但都免不了成为任人宰割的对象。因此，如果不改变世界金融市场秩序，不改变西方发达国家金融企业的盈利模式，那么，还会有人在金融衍生交易市场折戟沉沙。显然，在这样的大背景下，如果不尽快在世界范围内建立风险规避制度，金融衍生产品交易有可能对金融市场造成巨大的破坏作用。

正在积极融人世界金融市场的中国金融市场，近年来对推出金融衍生产品交易市场表现出很高的积极性，但如果无视金融衍生产品的上述特性，那么很可能有一天，法国兴业银行的悲剧会出现在中国。

## 第九节　索罗斯传奇

“作为一个市场参与者，我关心的是市场价值，即追求利润的最大化；作为一个公民，我关心的是社会价值，即人类和平、思想自由和社会正义。”

索罗斯的“坚果壳”理论：金融世界是动荡的、混乱的，无序可循，只有明辨事理，才能无往不利。如果把金融市场的一举一动当作是某个数学公式中的一部分来把握，是不会奏效的。数学不能控制金融市场，而心理因素才是控制市场的关键。更确切地说，只有掌握住群众的本能才能控制市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



即必须了解群众将在何时、以何种方式聚在某一种股票、货币或商品周围，投资者才有成功的可能。

## 一、索罗斯其人

索罗斯是 LCC 索罗斯基金董事会的主席，民间投资管理处确认它作为量子基金集团的顾问。量子基金在量子集团内是最老和最大的基金，普遍认为在其 28 年历史中在全世界的任何投资基金中具有最好的业绩。

1930 年出生于匈牙利布达佩斯的一个犹太律师家庭。

1947 年移居英国。

1949 ~ 1953 年进入伦敦经济学院学习经济学。

1954 ~ 1979 年在伦敦和纽约从事证券交易和金融分析。

1956 年赴美国，并通过他建立和管理的国际投资资金积累了大量财产。

1961 年结婚并成为美国公民。

1979 年索罗斯在纽约建立了他的第一个基金会，开放社会基金。

1984 年他在匈牙利建立了第一个东欧基金会，又于 1987 年建立了苏联索罗斯基金会。

他为基金会网络提供资金，这个网络在 31 个国家中运作，遍及中欧和东欧，苏联和中部欧亚大陆，以及南非，海地，危地马拉和美国。这些基金会致力于建设和维持开放社会的基础结构和公共设施。索罗斯也建立了其他较重要的机构，如中部欧洲大学和国际科学基金会。索罗斯曾获得社会研究新学院、牛津大学、布达佩斯经济大学和耶鲁大学的名誉博士学位。

1994 年，索罗斯的量子基金对墨西哥比索发起攻击。墨西哥在 1994 年之前的经济良性增长，是建立在过分依赖中短期外资贷款的基础之上的。为控制国内的通货膨胀，比索汇率被高估并与美元挂钩浮动。由量子基金发起的对比索的攻击，使墨西哥外汇储备在短时间内告罄，不得不放弃与美元的挂钩，实行自由浮动，从而造成墨西哥比索和国内股市的崩溃，而量子基金在此次危机中则收入不菲。

1995 年波伦亚大学（意大利）将最高荣誉——Laurea Honoris Causa 授予索罗斯先生，以表彰他为促进世界各地的开放社会所做的努力。索罗斯成为国际金融界炙手可热的人物，是由于他凭借量子基金在 20 世纪 90 年代中所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发动的几次大规模货币狙击战。量子基金以其强大的财力和凶狠的作风，自20世纪90年代以来在国际货币市场上兴风作浪，常常对基础薄弱的货币发起攻击并屡屡得手。

1997年下半年，东南亚发生金融危机。与1994年的墨西哥一样，许多东南亚国家如泰国、马来西亚和韩国等长期依赖中短期外资贷款维持国际收支平衡，汇率偏高并大多维持与美元或一揽子货币的固定或联系汇率，这给国际投机资金提供了一个很好的捕猎机会。量子基金扮演了狙击者的角色，从大量卖空泰铢开始，迫使泰国放弃维持已久的与美元挂钩的固定汇率而实行自由浮动，从而引发了一场泰国金融市场前所未有的危机。危机很快波及所有东南亚实行货币自由兑换的国家和地区，迫使除了港币之外的所有东南亚主要货币在短期内急剧贬值，东南亚各国货币体系和股市的崩溃，以及由此引发的大批外资撤逃和国内通货膨胀的巨大压力，给这个地区的经济发展蒙上了一层阴影。

1998年8月索罗斯联手多家巨型国际金融机构冲击香港汇市、股市和期市，以惨败告终。

## 二、索罗斯十大投资理念

### （一）突破被扭曲的观念

索罗斯是大师级的金融理论家，他总是静若止水，心气平和，即不纵情狂笑，也不愁眉紧锁，他拥有参与投资游戏的独特方法，拥有认识金融市场所必需的特殊风格，具有独特的市场洞察力。而使其成功的首要理念，则是他的哲学观。

早年，他一心想当一名哲学家，试图解决人类最基本的命题：存在。然而他很快得出一个戏剧性的结论，要了解人生的神秘领域或人的本性的可能性几乎不能存在，因为存在的前提是人们必须能够客观地看待自身，而问题在于人们（全体）不可能做到这一点。

于是他得出结论：人们对于被考虑的对象，总是无法摆脱自己观点的羁绊，这样，人们的思维过程不可能获得独立的观点用以提供判断依据或对存在给予理解。这个结论既对他的哲学观也对他观察金融市场的角度产生深远影响。

不能得出独立观点的结果就是，人们无法穿透事理的皮毛，毫无偏颇地抵达真理。也就是说，绝对完美的可知性相当值得怀疑。如索罗斯所言，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个人试图去探究他本人所在的环境时，他的所知不能成其为认识。

索罗斯演绎出这样一个逻辑：因为人类的认识存在缺陷，那么他能做的最实际的事就是关注人类对所有事物的那些存有缺漏和扭曲的认识——这个逻辑后来构成了他的金融战略的核心——寻找缺陷和偏颇。

人非神，对于市场走势的不可理解应是正常现象，然而当市场中绝大多数投资者对基本面因素的影响达成共识，并有继续炒作之意时，这种认知也就处于危险的边缘了。市场中为什么会出现失败的第五浪以及第五浪延长后往往出现 V 型反转，用索罗斯的哲学观，我们就很容易找出答案了。

在此，我们暂且不对索罗斯的哲学观作评论，旨在探讨一个成功的投资者首要应该解决问题，那就是他的世界观和方法论，这将会使其站在一个更高的角度上，以更广阔的视野，辩证的思维去看待市场，时刻保持清醒的头脑，处乱不惊，从容应对，最终获得成功。

（二）市场预期

索罗斯认为，古典经济学理论家们所建立的完全自由竞争模式，即在一定条件下，对自身利益的无节制的追求将使资源得到最佳的配置，从而达到平衡，而这种平衡不仅在现实生活中没有出现过，在价格波动剧烈的金融市场中更是不可能发生的事情。他认为供求关系不仅受客观因素的影响，更重要的是体现了市场参与者对市场行为的预期，而这些行为正是由这些预期所决定的。所以预期的作用在供求关系的发展中起着举足轻重的作用。

根据索罗斯的投资观念，人们并不能对自己所处的环境做出完全的认识，因此人们根据预期做出买、卖决定，对市场价格形成影响，同时这种市场行为又反过来影响着其他参与者的预期。不仅是价格的涨势汹涌吸引了众多的买家，而且买入行为本身也有推动价格继续上扬的动力，形成一个连续推进的趋势。因此，索罗斯认为，正是由于供求关系与市场预期之间的相互作用，使市场行为成为未来走势的不可确定的动因，即不是供需关系决定市场的走势，而是市场的走势操纵供需关系。

实际上，索罗斯在金融市场的行为更具有投机性，他总是在被夸大的市场预期中寻求投资机会。表面上看，轻视价格变化的内在规律或基本面，而关注参与者预期（人气）对价格变化的影响。他正是通过对市场预期与内在运行规律的偏差之纠正的过程来达到投资获利的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（三）无效市场

无效市场理论也是建立在索罗斯的哲学研究基础之上的。他认为人的认知并不能达到完美，所有的认识都是有缺陷的或被歪曲的，人们依自己的认识对市场进行预期，并与影响价格的内在规律——价值规律相互作用，甚至市场的走势操纵着需求和供给的发展，这样他就得到了这样一个结论：我们所要对付的市场并不是理性的，是一个无效（准确地说是无序）市场。

这种理论与传统的经济学理论是互不相容的。有效市场理论认为，市场的运转有其自身的逻辑性和理性，市场的发展最终是走向一个平衡点，而达到这个平衡点的前提条件，一是人们能够在任何指定的时间完美地掌握市场信息，二是市场价格能反映所有有效的信息。事实上，这两个条件并不存在。

通常，大多数分析师秉承有效市场理论，利用自己所掌握的信息，对目前价格分析，强化了当前趋势的发展，在大众的推波助澜下，使市场更加趋于非理性，成为无效市场。受资金操纵、逼仓以及指数基金对期货进行保值、对冲基金的交易行为等等所引发的市场过度行为，我们不能说是在向市场的平衡点逼近，大多数情况下是越来越远。依据索罗斯的观点，这时的市场恰恰是无效市场特征——非理性表现最为突出的阶段，因而此时分析师对行情的判断依据也是靠不住的。

（四）寻找差距

索罗斯在考察了各种类型的金融市场与宏观经济的发展后发现，它们从未表现出均衡的趋向（均衡是暂时的）。实际上，断言市场倾向于走入过度的非均衡，恐怕会更有意义一些，因为，这种不均衡迟早将发展到令人无法容忍的地步，最后不得不进行修正，而修正的过程仍然是不均衡——波动。

人们做出买入或卖出某种商品的决定，与其说是基于市场处于平衡状态的考虑，不如说是出自对市场不平衡的看法，确切是说是对市场心理预期不平衡的看法。令市场走向过度的非均衡正是由于预期的偏差程度。因此可以说寻找市场预期与其客观事实的差距，是索罗斯在金融市场发现投资机会的捷径。

他认为科学的方法基于这样的预设，即成功的实验应该证实被测试假说的有效性，然而当对象涉及思维主体的时候，实验的成功并不能保证被检验的陈述的有效性或真理性。参与者的思维与事实无关，但却影响了事物发展的过程，使事物的发展过程更加复杂化。但科学的客观事实终将对那些错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的理解及认知上的差距进行纠正。

金融市场永远在不平衡中运转，市场参与者的看法与实际情况之间的差距不可避免。由于我们精力有限，认知程度不完美，因此难以发现市场预期与客观事物间的偏差，而发现市场可能出现过度非均衡倾向，不仅是索罗斯投资的理念，也是他的专长。

（五）发现联系

金融市场属于社会科学范畴，其不仅具有自身的轨迹，也融入了参与者的主观认识，并且这种主观认识又与客观事实之间相互影响，相互作用，即不完美的观念和实际事态发展之间存在着反作用联系，这种反作用关系增加了价格运动的复杂性。这不仅为索罗斯所密切关注，也是市场人士解释金融市场行为的经典理论。

索罗斯在金融市场所运用的理论之一：炼金术，也并非要完全理解或揭示事物的本来面目，只是指望能够获得所期望的“标准状态”。他认为，自然规律的运作与人们对它的理解无关，人类影响自然的唯一途径是理解并用这些规律，而金融市场并不遵循那种独立于任何人思想的自然规律。

持“经济生活合乎理性”逻辑的理论者认为市场永远是正确的，因为市场已经考虑到未来的发展趋势，价格倾向于折现。而索罗斯认为，任何预测未来的想法都是具有偏见和不全面的，参与者在偏斜的基础上进行操作，而且偏斜本身对事态的进展产生影响，于是就可能给人这样一个印象：市场可能准确地预测未来。但事实上是，目前预期反映的并非是纯粹的未来事态，而是已受到目前预期影响的未来事态。

市场预期对实际事态发展的反作用联系，或者表现为自我推进，或表现为由于预期的警示作用而避免事态的恶化。例如，天气对农产品市场影响的夸大性预期以及由于市场对通货膨胀的预期而加大价格偏差，但往往是这种担心会使政府部门出台力挽狂澜的政策，抑制事态的进一步恶化。

对于我们这些特别需要采用跟市系统操作的市场参与者来说，发现这种反作用联系，了解反作用力对市场影响的力度，对其实现利润最大化的目标具有很大的帮助。

（六）揭示偏见

既然市场预期与事态自身的发展进程既相互联系又相互作用，市场的预期在事态发展中具有举足轻重的作用，成为事物本身一个重要的组成部分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么由于人们认识的不完善性所产生的预期偏差越大，则成为相对理性的投资者发现获利机会的可能性就越大。

索罗斯认为，市场的动荡不定，源于人们对市场存有偏见和缺陷的感觉。这种感觉正来自于对已知信息的精确反馈行为作用甚微，而且对硬性数据的理性分析和自身感情相互作用，产生"共振"效应。投资者依靠这种感觉形成倾向性的看法，进行买卖投资，反作用于市场后，又影响了其他投资者的预期。因此事态的发展不是从事实到事实，而是从事实到感觉，再从感觉到事实。

对于投资者来说，认识到市场预期与事态自身发展趋势之间的联系，并了解这种预期的偏差对事物发展的影响力度十分重要。索罗斯理论的重点之一就是探讨误解或偏见在事态发展过程中的作用。

揭示预期的偏差，跟踪其与客观事物偏离程度的发展，一方面对我们捕捉市场机会极有帮助，另一方面，随着市场本身对偏离预期的调整，或是共振形成的自我推进，我们可以调整自己的投资策略，对已有持仓做出继续持有还是减仓的调整。比如 2006 年 CBOT 大豆 5、6 月份的上涨行情，主要是由于美国中西部地区干旱引起，市场认为可能造成大豆减产，实际上美国大豆种植带降雨分布并不均匀，干旱地区主要是伊利诺斯州，对大豆作物影响不大，特别是后期的降雨使生长条件得到了较好的改善，市场对局部干旱的炒作夸大，使预期产量与实际形成较大偏差，最终导致行情的报复性下跌。

从以上分析可以看出，当参与者的预期与现实情况间的偏差很小时，市场可以自己纠正，其影响可以忽略不计，索罗斯称此时的市场处于准平衡状态。而这种状态投资价值并不大；而在偏差过大时，有两方面表现，一种是想法和实际大相径庭，但局面依旧稳定，比如市场开放程度较小时，局面能够被有效控制，对索罗斯来说也毫无意义（例如今天的人民币市场）；而另一种是市场化程度高，预期偏离较大，事态发展迅猛，参与者无暇应对，局面非常不稳定，这种状态才被索罗斯认为极有利，成为其有利的战机。

（七）投资于不稳定状态

市场不稳定状态就是指当市场参与者的预期与客观事实之间的偏差达到极端状态，在反作用力使市场自我推进到一定程度后，难以维持和自我修正，使市场的不平衡发展到相当严重程度，此时则为市场不稳定状态。

不平衡的市场状态源于市场预期所形成的主流偏向受到客观现实的强烈对比，市场中的清醒的投资者开始对这种偏差进行反省，对主流偏向进行挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



战而使市场原有的主导因素变得脆弱，但市场的惯性使原有走势狂热。盛极而衰，物极必反，索罗斯投资成功的理念之一就是善于发现市场的不稳定状态，捕捉盛衰现象发生转折的时机。

例如，发生在20世纪80年代中期的一个案例，投标竞买公司的出价使公司的资产被重新评估，于是银行给予其他竞买者更多的贷款，使得他们的出价越来越高。终于，投标价格一路飙升，市场因价值被高估而变得摇摇欲坠。根据索罗斯的理论，崩溃将不可避免。盛衰出现转折的可能性大大增加，不稳定的市场状态为投资者提供机遇。此时，他坚决地卖出了这家公司的股票。

在我们的身边也不乏盛衰转折之例，美国大豆涨到1000时市场预测将达1400、1600，牛市到了后期价格发展到出乎人们的预期，便有了大牛市不言顶的市场心理，这时大豆库存被极度低估，大豆价格虚值成分被大大夸大。最终盛衰转折现象发生，大豆价格暴跌，国内进口商纷纷违约，因高价进口大豆使油脂企业重新洗牌。

把握盛衰转折发生的时机也非常关键，因为这时往往是市场主流偏向强烈之时，杀伤力也是比较强的，只有采取恰当的投资策略，有计划建仓，才能充分利用这种不稳定的市场状态所带给我们的投资机遇。

（八）确认混乱

不稳定的市场状态是一直是索罗斯用以检验其反作用理论的阵地，索罗斯认为，金融市场是动荡不定，混乱无序的。而游戏的规则就是把握这种无序，这才是生财之道。通过投资于不稳定状态的市场，即检验了他的理论，也最终使他获得投资大师、全球最佳投资经理的桂冠。

按照索罗斯的理论理解，金融市场运行的内在规律并不是独立运行的，市场参与者的观点、偏见及心理因素都对市场的发展起到促进或制约的作用，以至于最终的发展可能出乎大多数人的预料。可以说市场的运行并不是逻辑的，更多的是心理的，是基于群体本能的。对某一事物的不同认识与预测，往往是造成混乱的主要原因。索罗斯认为金融市场上成功理念在于具备能够预见到普遍预期心理的超凡能力，至于对现实世界的精确预言则并非必要。

混乱的市场取决于参与者对事物认识的明显分歧。而这种分歧越大，市场所表现的出的混乱性越强，而这时主流偏向往往并不明确。由于各方的坚持己见，价格走向也动荡不定。

索罗斯则沉迷于这种混乱，因为那正是他挣钱的良方：他最大的本事就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是能预测混乱的发生。例如在德国统一后，英国加入到西欧国家创立的新货币体系——欧洲汇率体系中，索罗斯看到了这种不稳定的欧洲货币体系必然导致金融市场将发生混乱。通过多年的观察，索罗斯准确地抓住了其不稳定性，当绝大多数人不承认有这种不稳定存在时，混乱发生了。这场英镑阻击战中一笔交易就赚取了近 10 亿美元。

从索罗斯的投资过程中我们可以看出，客观的宏观经济分析，良好的心理状态，都是我们确认混乱，把握时机，乱中取胜所不可或缺的主要因素。

（九）发掘过度反应的市场

索罗斯投资理论的重要实用价值在于其利用反作用理论，来发掘过度反应的市场，跟踪市场在形成趋势后，由自我推进加强到最后走向衰败的过程，而发现其转折点恰恰是可以获得最大利益的投资良机。

所谓过度反应的市场，其形成原因主要是因为所谓顺势而动的跟风者已经形成了主流偏见，这种偏见对市场又形成第二次推动。虽然跟风者的行动具有一定的盲目性，但在一定时期同样能使市场自身的趋势加强——这就是顶部区域坚决做多的原因。由于市场因素复杂，不确定的因素越多，随波逐流于市场趋势的人也就越多，这种顺势操作的投机行为产生的影响也就越大。这种影响本身也就成为了影响市场走势的基本面因素之一，风助火势，市场被投资者夸大的偏见所左右，二者相互作用令投资者陷入了盲目的狂躁情绪之中，趋势越强，偏见偏离真相越远，实际上也使市场变得越来越接近脆弱。过度反应的市场最终导致的结果就是盛衰转折的现象发生。

按照索罗斯的理论，盛衰现象发生的主要顺序特征是：

（1）市场发展的趋势尚未被认定。

（2）一旦趋势被认定，这种认定将加强趋势的发展并导致一个自我推进过程的开始。随着现行趋势和现行偏斜观念的互相促进，偏见被日益夸大。当这一过程发展到一定阶段，极不平衡状态即告成熟。

（3）市场的走向可以得到成功的测试：市场趋势和市场人士的偏见都可以通过各种外界的冲击而一遍又一遍地受到测试。

（4）确信度的增加：如果偏见和趋势都能在经受各种冲击之后依然如故，那么用索罗斯的话来说就是不可动摇的。这一阶段为加速过程（或疯狂）。

（5）现实与观念的决裂：此阶段的出现标志着信念和现实之间的裂痕是如此之大，市场参与者的偏见已经显而易见了，此时高潮即将来临了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




（6）终于，一个镜面反射型的，能自我推进的过程向着相反方向发生了。此时人们对市场的看法不再起推动作用，原有趋势停滞不前，另一种声音开始影响市场，原有的市场信心开始丧失，这时市场开始向相反方向转换，这个转换点叫做交换点，为崩盘加速阶段。

金融市场中盛衰转折现象时有发生，特别是对于农产品市场来说，因季节性特点，波动周期较短，季节性因素对市场影响较大。而对其中某一个基本面因素的炒作极易过度，市场表现为狂热状态发生频繁，如形成的持续上涨或下跌，回调时间及空间相当有限，这种行情往往易导致盛衰转折现象的发生。对于金属和外汇市场来说，由于其循环周期与宏观经济环境联系较密切，因此周期较农产品市场相对较长，对转折点的确认则应格外谨慎。操作不当则会被一个自我推进的趋势所淹没。

也就是说，投资成功的关键在于认清市场开始对自身的发展势头产生了推动力的一刻。一旦这个关键时刻得到确认，投资者就能洞察一次盛衰转折现象是正在开始抑或是已然进行之中。发现转折点后的操作短期内可能会表现为逆势操作，因此设好止损，及时调整策略是非常必要的。

（十）投资在先 调查在后

索罗斯的相互作用理论只是为他提供投资目标的方向和抓住潜在机遇的方法，并不能提供精确的方位和重要的转折时机。而将其理论转化为实践，以获取利润的理念之一则是投资在先，调查在后的操作方法。

投资在先，调查在后，意味着提出假设，建立头寸，小试牛刀考验假设，等待市场证明正确与否。如果证明其假设是正确的，则追加头寸，否则及时撤出。

有时候确认一个走势需要花费相当的时间，很可能在他犹豫不决之时，市场走势已经开始逆转了，因此提出假设后立即建立头寸有助于其抓住最佳投资时机。

索罗斯投资成功的关键在于其哲学的思维，他知道，人们对事物的认知总是存在缺陷，无论确立了何种假设，在某一特定时段内投资者的想象必是错误的，也就是说这种假设是基于假设中必然存在的某些缺陷之上。成功的关键是在市场的演绎中不断地寻找对自己至关重要的缺陷。关注其对投资行为的影响。当索罗斯与罗杰斯开创量子基金时，他们是有分工的。罗杰斯充当分析师，索罗斯则是决策者，他们遵循先投资，后考察的套路，索罗斯投资在先，罗杰斯考察在后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有时作为寻找感觉而做的投资会与当前的市场走势一致，反映了这种假设与大众投资心理的趋同性，这往往是索罗斯最担心的事情，因为存有缺陷的认知成为市场的主流偏向，正是市场盛的一面。而一旦索罗斯调查发现出缺陷并给予了高度的关注，那么他将对市场步入盛衰转折所发出的信号表现敏感，这也正是他要寻找的趋势的临界点。这时他会离开大众单独行动，平掉以前建立的所有头寸树立新的投资观念，建立新的头寸，在一个新趋势中获得最大的利润。当其假设是正确的时候，他会追加头寸，而在其假设的预测失败，他会努力研究失败的原因，毫不犹豫地撤回头寸，潇洒出局。

基于假设，投资在先，调查在后，是索罗斯更加准确全面的感受市场，捕捉战机，获取最大利润的投资理念之一。

## 三、索罗斯最值得学习的投资经验

从行业角度，主要是利用行业的盛衰周期研究判断行业，从由衰转盛的行业中挖掘市场机会。他在一个行业中选择股票时，一般同时选择最好和最差的两家公司作为投资对象。这一行业中业绩最好公司的股票，很多投资者考虑购买，股价易于拉升；而这一行业中最差的公司，由于这类公司负债率高、经营不善，股价通常比较低，一旦业绩出现好转，会吸引市场资金的参与，容易获取超额收益。利用这种方法，索罗斯在银行板块和武器装备板块都获取了较好的收益。

如 1972 年，索罗斯瞄准了银行，当时银行业的信誉非常糟糕，管理非常落后，投资者很少有人光顾银行股票。索罗斯经过观察研究，发现从高等学府毕业的专业人才正成为新一代的银行家，他们正着手实行一系列的改革，银行赢利开始逐步上升。通过调研发现：银行股的价值被市场低估，于是索罗斯果断地大量介入银行股票。一段时间以后，银行股票开始大幅上涨，索罗斯获得了 50%的利润。

另外一个行业把握比较成功的案例是在 1973 年，当埃及和叙利亚大举入侵以色列时，由于以色列的武器装备技术已经过时，以色列遭到重创，付出了血的代价。索罗斯从这场战争联想到美国的武器装备也可能过时，美国国防部有可能会花费巨资用新式武器重新装备军队。于是罗杰斯开始和国防部官员和美国军工企业的承包商进行会谈，会谈的结果使索罗斯和罗杰斯更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



加确信是一个绝好的投资良机。索罗斯基金开始投资诺斯罗普公司、联合飞机公司、格拉曼公司、洛克希德公司等握有大量国防部订货合同的公司股票，这些投资为索罗斯基金带来了巨额利润。

在政策的研究上，索罗斯擅长对国际政治、金融政策、通货膨胀的变化、利率和货币等因素进行综合分析，从中挖掘投资的机会。比较典型的是1980年里根总统执政，随后出台多项新政策来刺激美国经济，比如贷款利率降低等。索罗斯从这些政策的研判中发现新政策带来较大的市场机会，于是重仓参与。到1982年年底，量子基金上涨了56.9%。1997年东南亚各国普遍出现了过度投机房地产、高估企业规模以及市场需求等，索罗斯通过研判发现：这些国家发生经济危机的危险逐渐增加。1997年3月，当泰国中央银行宣布国内9家财务公司和1家房贷公司存在资产质量不高以及流动资金不足问题时，索罗斯把握机会，为量子基金获取了暴利，引发东南亚经济危机，成就了“金融奇才”和“金融杀手”的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**“对于个体投资者，本书不建议进行期货投资，但进行详细的了解是完全必要的。”**

这是一个关于期货的普及性读本，读完之后可以对金融期货乃至于一般的商品期货知识有一个较全面的了解：宏观上知道期货交易的重要性及其影响因素；微观上知道期货交易的步骤程序。

理论从来不可以代替实践。真正的实战技艺都是从刀光血影中磨砺出来的，是付出沉重学费后得到的。但观察别人的实践、研析别人的错误，也可以了解市场的规律并降低自己的学费。本书认真总结了期货交易中的案例。

期货市场的功能是套期保值、价格发现和投资（投机）。期货投资与股票投资迥然不同，书中有详细分析。这也是本书与市面上介绍期货交易的书籍相异的地方。期货投资或许让投资人一夜之间成就了自己的财富梦想，但过去的历史中也充斥着腰缠万贯的人瞬间损失所有投资的案例。期货是个高风险高收益的行业，并非人人适合。虽然如此，勤奋和优秀的人可以通过自身努力，来了解期货投资，并受益于期货投资。





ISBN 978-7-80255-974-5
9 787802 559745

定价：33.00 元